

A scopo di marketing
Per investitori qualificati

The Red Thread

Disruption edition

Luglio 2024 | UBS Asset Management



UBS

Per ulteriori contenuti e per le edizioni precedenti di Panorama, compresi i video e ulteriori approfondimenti sugli investimenti, visitate ubs.com/theredthread-it o scansionate il seguente codice QR.

Informazioni sulla pubblicazione:

The Red Thread, in precedenza Panorama, viene pubblicato ogni sei mesi da UBS Asset Management

Deadline editoriale: giugno 2024
Caporedattore: James Whiteman
Editore: John White
Progettazione: Monika Kaczmarzyk, Yasmin Zahedi
Project Manager: Kseniya Gancho



Indice dei contenuti

7 Il dilemma dell'investitore

19 Il vantaggio competitivo delle Magnifiche 7?

29 Megatrend e innovazione distruttiva

41 Una transizione al tiro alla fune

49 Sopravvivenza nomade

57 Colmare il vuoto

65 Il punto di inflessione

Introduzione



Barry Gill
Head of Investments,
UBS Asset Management

"[Ciò che conta è] la concorrenza delle nuove commodity, della nuova tecnologia, della nuova fonte di approvvigionamento, del nuovo tipo di organizzazione... una concorrenza che... non colpisce i margini dei profitti e dei risultati delle imprese esistenti, ma le loro fondamenta e la loro stessa sopravvivenza".

Joseph Schumpeter

Forze dirompenti

La disruption è difficile da definire. Nella sua accezione più ampia, può essere tutto ciò che è in grado di interrompere un evento, un'attività o un processo. In questa pubblicazione ci concentriamo soprattutto sull'aspetto tecnologico e commerciale dei suoi lunghi tentacoli. Quando scegliamo di addentrarci nei suoi filoni geopolitici, lo facciamo con un'ottica di sostenibilità: trattare in modo più ampio il tema della disruption a livello politico richiederebbe un'intera edizione separata.

In definitiva, la disruption (e di conseguenza l'innovazione) è fondamentale per le imprese e l'economia globale. Il cambiamento tecnologico è la forza trainante della produttività che, a sua volta, è il fattore di traino della produzione economica. Gli investitori che non prendono in considerazione la disruption sono fuori rotta. L'innovazione distruttiva nasce spesso in mercati trascurati dai leader storici del settore. Il *dilemma dell'investitore* affronta la spinosa questione della valutazione delle società hyper-growth, concludendo che è necessario un mix di arte e scienza. La sezione *Il vantaggio competitivo delle Magnifiche 7* analizza l'attuale gruppo di aziende superstar e i loro relativi vantaggi competitivi. Il capitolo *Megatrend e innovazione distruttiva* sostiene che la nostra visione dei mercati azionari basata sui settori e sui Paesi è in qualche modo anacronistica e che dovremmo investire secondo linee tematiche di ampio respiro.

Una transizione al tiro alla fune valuta le forze concorrenti che gravano sui colossi dell'energia. Con una transizione che durerà più a lungo di quanto i puristi vogliano ammettere, sarà necessario trovare un equilibrio tra il vecchio e il nuovo mondo e investire di conseguenza, oltre che perseguire lo sforzo di comunicazione e di storytelling a sostegno di qualsiasi percorso. Sempre sul tema della sostenibilità, il capitolo *Sopravvivenza nomade*:

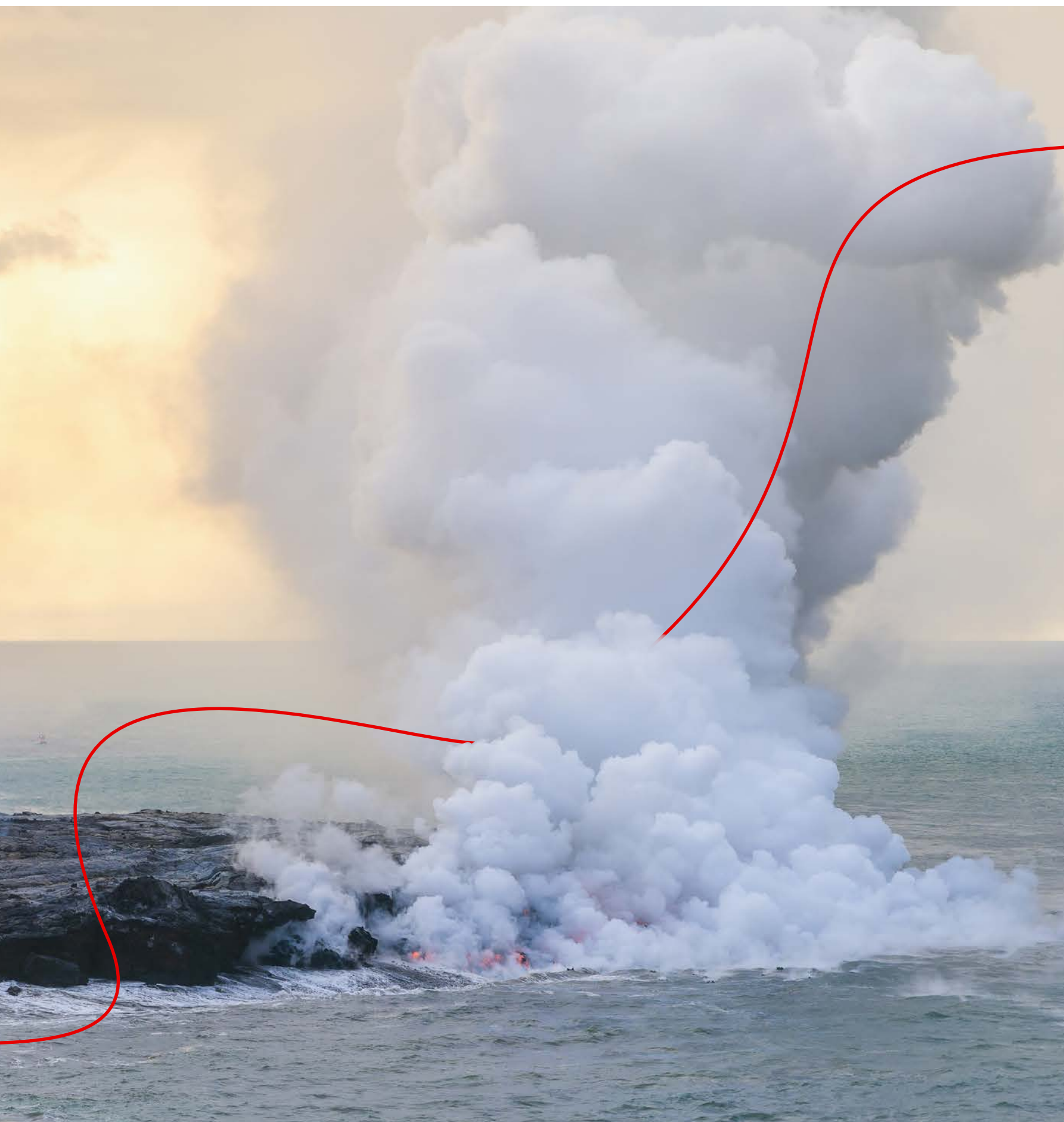
un'intervista con Gaia Vince è un viaggio dagli abissi della distopia climatica alla speranzosa consapevolezza che il nostro istinto migratorio potrebbe contenere la chiave per alcune delle più grandi sfide della società. Si tratta di un'interpretazione stimolante e unica nel suo genere di una questione ampiamente trattata e, a volte, intrattabile.

Colmare il vuoto ripercorre le varie fasi dirompenti dei prestiti bancari e cerca di capire meglio quale potrebbe essere il percorso futuro del credito privato. Infine, nel capitolo *Il punto di inflessione* analizzo le forze dirompenti che gravano sul nostro settore. Ciò avrà ovviamente un impatto diverso sui vari operatori del settore, a seconda delle dimensioni e della copertura delle asset class. Tuttavia, è possibile trarre alcuni insegnamenti di massima dal fatto che forze come la democratizzazione della finanza, l'indicizzazione, l'intelligenza artificiale/tecnologia e l'ascesa degli strumenti alternativi si manifestano in tutto il settore.

Forse opportunamente, questa edizione segna anche un piccolo ma significativo cambiamento nel nome della pubblicazione. Dopo il recente passaggio a edizioni più tematiche (ad esempio, Cina, investimenti sostenibili, inflazione), abbiamo ritenuto che l'etichetta The Red Thread (file rouge) riflettesse meglio il nostro approccio editoriale. Nell'affrontare argomenti di diversi punti di vista, cerchiamo di aiutare i lettori a trovare un filo conduttore e, in ultima analisi, a dare un senso a temi e tendenze importanti che possono aiutare le persone a navigare nel complesso labirinto degli investimenti.

Spero che la lettura di questa pubblicazione nella sua nuova veste sia di vostro gradimento e sarò lieto di ricevere i vostri feedback.

Barry Gill
Head of Investments,
UBS Asset Management



Il dilemma dell'investitore

L'arte e la scienza della valutazione delle aziende hyper-growth



Peter Bye
Portfolio Manager e
Senior Investment Analyst



Albert Tsuei
Co-Portfolio Manager on Digital
transformation e Senior Invest-
ment Analyst

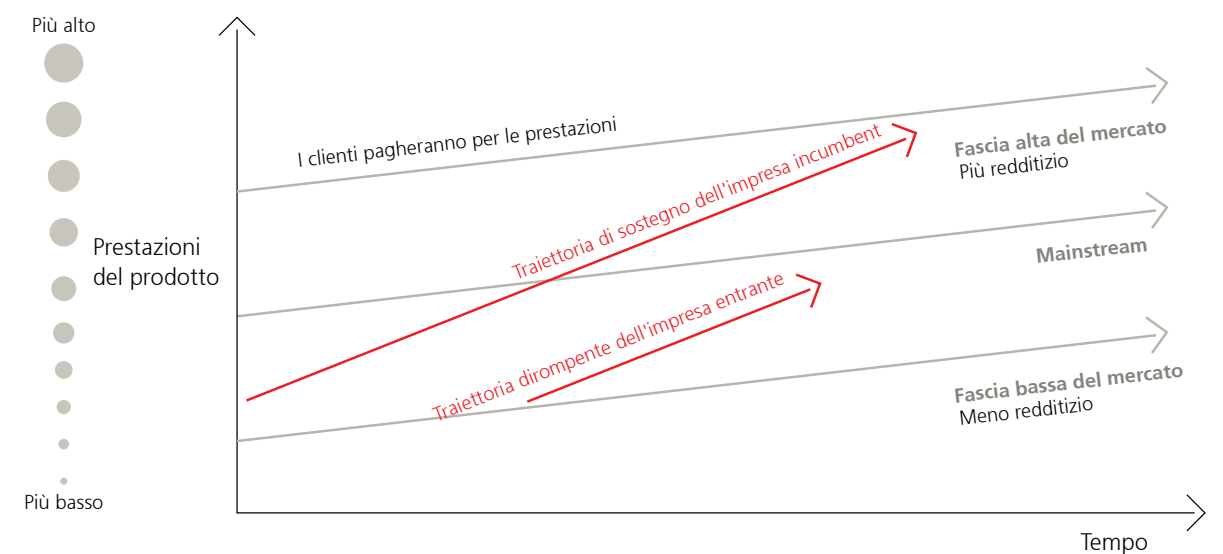


Le aziende che hanno un effetto di disruption su un mercato o un settore sono terribilmente difficili da valutare. Peter Bye e Albert Tsuei ci illustrano il loro approccio alla valutazione delle aziende sia in fase iniziale che degli operatori storici in contesti dirompenti.

Quando Clayton Christensen coniò per la prima volta il termine "dilemma dell'innovatore"¹ non prevedeva certo la diffusione, la profondità e l'impatto complessivo che avrebbe avuto come pietra miliare dello sviluppo aziendale. Consapevolmente o meno, sono pochi i leader aziendali che non vengono toccati dalla forza delle sue idee.

Il pensiero di Christensen non solo resiste alla prova del tempo, ma è anche molto importante per gli investitori. Per definizione, le aziende dirompenti tendono a sfidare le convenzioni e a testare i limiti esterni dei modelli di valutazione. Di fronte a tale incertezza, le tecniche tradizionali spesso cedono.

In che modo l'innovazione distruttiva entra nel mercato



Fonte: Clayton M. Christensen, Michael Raynor e Rory McDonald da "What is disruptive innovation?", dicembre 2015.

¹ Il termine "innovazione distruttiva" è stato coniato da Clayton M. Christensen nell'articolo della Harvard Business Review "Disruptive Technologies: Catching the Wave".

L'UBS Global Investment Returns Yearbook 2024 ci ricorda la natura trasformativa (e spesso transitoria) dell'attività economica, sottolineando come "un'alta percentuale delle aziende di oggi provenga da settori che nel Novecento erano piccoli o inesistenti". In effetti, basta osservare le prime dieci società globali per capitalizzazione di mercato su base decennale per rendersi conto dell'esistenza di una porta girevole di accesso al circolo dei vincitori.

La disruption è diffusa e il panorama commerciale è brutale. Per scongiurare le innovazioni distruttive, le imprese cosiddette storiche devono quindi rivoluzionare completamente se stesse, oppure acquisire un disruptor, ovvero un'azienda con potenziale dirompente, o scorporare le attività e permettere alle realtà concorrenti di coesistere sotto lo stesso tetto fino a quando il futuro non sarà più chiaro.

La self-disruption è difficile. La propensione allo status quo, il rischio di sacrificare i flussi di entrate esistenti, i costi di investimento, i silos organizzativi e le questioni culturali sono tutti fattori che concorrono contro un'azione decisiva.

Attenzione al divario del valore intrinseco

Con tutti gli investimenti, esiste un divario tra prezzo e valore. I mercati non sono perfettamente efficienti, il che consente l'emergere di opportunità di alfa.

Infatti, nella sua autobiografia *My Life as a Quant*, Emanuel Derman ha scritto del suo mentore Fischer Black: "Con un breve saggio ha colpito le fondamenta dell'economia finanziaria". Black ha sostanzialmente scritto che "alcune quantità economiche sono così difficili da stimare che le chiamo non osservabili", e ha continuato affermando che "Le nostre stime di rendimento atteso sono così scarse da essere quasi ridicole". Non si tratta di un'ammissione banale: proviene da uno dei padri fondatori della gestione del rischio e colpisce alle fondamenta i principi tradizionali dell'investimento (ad es. capital asset pricing model, l'ipotesi del mercato efficiente, la formula dei derivati di Black-Scholes-Merton).

Questo è il punto in cui la teoria e la pratica finanziaria divergono e la questione si fa spettacolare. Poiché attualmente non esiste una vera e propria formula di Black-Scholes-Merton in grado di catturare tutte le variabili qualitative, è ragionevole prevedere una certa flessibilità ("margine di sicurezza") nelle decisioni di valutazione. Ciò contribuisce a garantire che le decisioni di acquisto/vendita non si basino esclusivamente sul tasso di sconto applicato a un determinato modello, in particolare quando si analizzano le aziende con potenziali capacità di disruption e innovazione.

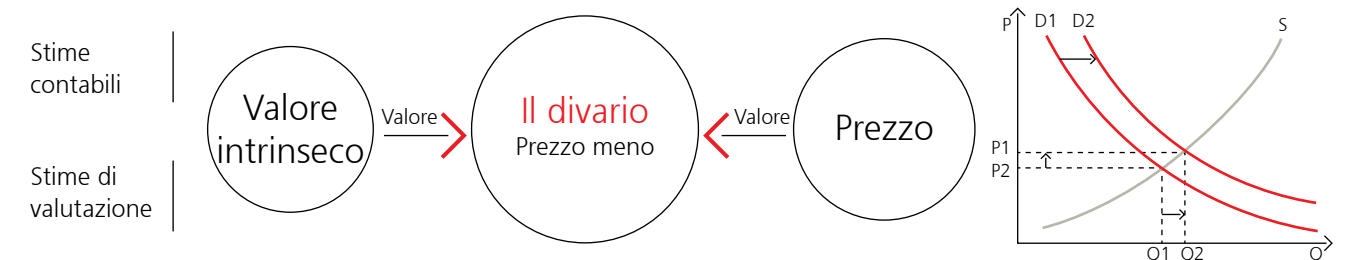
Illustrazione del divario tra prezzo e valore

Fattori trainanti del valore intrinseco

- Liquidità dagli asset esistenti
- Crescita dei flussi di cassa
- Qualità della crescita

Fattori trainanti del prezzo

- L'umore del mercato e il suo momentum
- Informazioni incremental
- Liquidità



Fonte: Aswath Damodaran, "Musings on Markets", <http://aswathdamodaran.blogspot.dk/>.

Il grafico illustra questo divario di valutazione. Le forze dirompenti non fanno altro che ampliarlo, così come le capitalizzazioni di mercato più basse. Sia che si tratti di un disruptor in fase iniziale (su cui pertanto è più difficile investire e a cui è complesso accedere), sia che si tratti di un'azienda cosiddetta storica che investe pesantemente in una strategia di pivoting, i segnali di investimento sono solitamente deboli e distinguerli dalla marea degli altri segnali richiede competenza e abilità.

L'equazione si compone di due parti. In primo luogo, bisogna essere mentalmente abbastanza flessibili da abbracciare l'arte del possibile; occorre sospendere il giudizio e lasciare che l'immaginazione si attivi. È uno sforzo altamente creativo e richiede un reticolo di modelli mentali, modalità di pensiero e punti di riferimento diversi. In secondo luogo, è necessario fondare questo pensiero su numeri fondamentali reali, come un modello di flusso di cassa scontato (Discounted cash flow, DCF). Si tratta in parte di arte, in parte di scienza.

Entrambe le parti di questo processo sono importanti. Se ci si concentra solo sui numeri, come fanno di solito gli investitori "value", si può perdere il vero potenziale dello scenario rialzista. La divulgazione finanziaria limitata, gli utili negativi e altre potenziali incertezze rendono le valutazioni del modello DCF delle società dirompenti piuttosto impegnative. Come ha affermato Lijing Zhang della Copenhagen Business School, "il modello di flusso di

cassa scontato non è in grado di catturare tutti i flussi di cassa futuri di un disruptor. Infatti gli analisti possono solo stimare la crescita del flusso di cassa dei prodotti e servizi esistenti. La fonte di flussi di cassa di un disruptor può cambiare drasticamente una volta che il suo modello di business cambia".² In sintesi, l'analisi DCF non è stata concepita per acquisire valori non ancora osservabili nelle attività operative.

Ma allo stesso modo, se ci si affida solo alla creatività, si può perdere di vista la realtà. L'analisi degli scenari basata sulla valutazione delle varie opzioni costituisce pertanto una parte fondamentale del nostro approccio. Talvolta si parla di "approccio basato su opzioni reali", che cerca essenzialmente di catturare la parte di valore che non rientra in un dato modello di business.³ Tenendo a mente questi valori di opzione, ci chiediamo che cosa potrebbe andare molto storto, poiché tenere d'occhio il lato positivo è un aspetto abitualmente sottovalutato e trascurato dagli investitori. Invece, la gestione del rischio tende a concentrarsi esclusivamente sul lato negativo, trascurando il costo opportunità. È qui che spesso si verifica la maggior parte delle valutazioni errate del prezzo delle azioni, soprattutto nelle società in crescita. A causa dell'asimmetria dei risultati al ribasso e al rialzo e contrariamente a quanto avviene negli investimenti a reddito fisso, gli errori più gravi negli investimenti riguardano quelli che sono sfuggiti, non quelli che si sono rivelati nulli.

² "Valuation of private tech companies – A concentration of disruptive innovations" Lijing Zhang, Copenhagen Business School, 2016.

³ Amram, M., & Kulatilaka, N. (2000). Strategy and shareholder value creation: The real options frontier. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(2), 15-28. Citazione pertinente: "In senso stretto, il Real Option Approach è l'estensione dei modelli di prezzo delle opzioni finanziarie alla valutazione delle opzioni su asset reali (cioè non finanziari). Più in generale, il Real Option Approach è un modo di pensare che aiuta i responsabili a formulare le loro opzioni strategiche, le opportunità future create dagli investimenti di oggi".



Correttezza direzionale

Per gli operatori storici che stanno cercando di rivoluzionarsi o di entrare in nuovi mercati, è possibile combinare questo approccio alle opzioni con un metodo di valutazione più tradizionale (come il modello di flusso di cassa scontato, DCF) per catturare anche il valore intrinseco all'interno dell'attuale modello di business. Per questo motivo cerchiamo sempre di seguire il consiglio del leggendario economista John Maynard Keynes che diceva: "È meglio avere approssimativamente ragione che decisamente torto".⁴

La maggior parte delle tecniche di valutazione ha una tendenza al modello lineare (ad esempio il tasso annuo di crescita composto, più comunemente noto come CAGR, da Compounded Average Growth Rate) e non lascia spazio agli esponenziali. In un'epoca di rete, in cui le piattaforme basano la propria scalabilità sul principio "chi vince piglia tutto", il punto di svolta tra successo e fallimento può essere difficile da individuare. Ma una volta superate le soglie di redditività e poi di efficienza (spesso raggiunte grazie a uno storytelling efficace), un'azienda può spiccare il volo.

Gli investitori "growth" che cercano di valutare il potenziale non ancora sfruttato dalle attività operative sono, a nostro avviso, più avvantaggiati dalla ricerca della "correttezza direzionale" che dalla precisione, poiché l'entità dell'inflessione per le società che sono riuscite a navigare con successo in queste forze per sbloccare uno spazio ancora inesplorato è superiore ai guadagni marginali derivanti dal restringimento quantitativo di un intervallo di confidenza sulla carta.

La nostra ricerca interna si concentra quindi sulla comprensione della durata del vantaggio competitivo di una società e del potenziale di rendimento del capitale di quell'investimento rispetto ad altre opportunità disponibili nel nostro universo. Il nostro processo inizia con l'analisi delle cinque forze di Michael Porter e l'analisi SWOT, che completiamo con i quadri derivati dalla teoria del vantaggio delle risorse.

⁴ Una variante precedente di questa citazione ("È meglio avere vagamente ragione che esattamente torto") è attribuita al filosofo inglese Carveth Read 1848-1931. Logic, Deductive and Inductive (1898)

Le cinque forze che determinano la concorrenza a livello di settore



Fonte: Michael Porter, Harvard Business Review, 1979.

Il modello delle cinque forze di Porter offre un quadro di riferimento per comprendere le pressioni e le opportunità competitive di un settore. Le forze guidano il modo in cui il valore economico viene suddiviso tra le aziende e, cosa forse ancora più importante, forniscono un modello per le sfide e le opportunità che un'azienda potenzialmente disruptor deve affrontare.

Inoltre, enfatizzano e animano il pensiero creativo, costringendo gli investitori disciplinati a tenere in considerazione le dinamiche del settore che potrebbero essere sottovalutate dal pensiero consensuale (e lineare).

La struttura del settore è iterativa, con acquirenti e fornitori che diventano più o meno potenti nel tempo. I progressi tecnologici possono rendere scontato l'ingresso di nuovi operatori e la loro sostituzione o, al contrario, possono suggerire l'idea di un vantaggio sempre più ampio in merito alla posizione competitiva dell'operatore storico. Anche la regolamentazione, la determinazione dei prezzi e la distribuzione svolgono un ruolo nell'evoluzione delle dinamiche competitive.

La lezione di Uber

Prendiamo ad esempio Uber. Oggi Uber ha una capitalizzazione di mercato di 135 miliardi di USD⁵ e lo scorso anno ha registrato prenotazioni lorde per 162,3 miliardi di USD.⁶ Nonostante questi numeri, si prevede che le prenotazioni crescano annualmente nell'ordine delle decine nella seconda metà del decennio, con una crescita annuale delle prenotazioni per la mobilità dell'ordine del 20%. Tuttavia, il potere del servizio di Uber è stato sottovalutato per anni, anche dai propri investitori.

Nel 2014, l'azienda ha chiuso un round di finanziamento che l'ha valutata 17 miliardi di USD⁷, un grande aumento rispetto alla valutazione del 2013 di 3,5 miliardi di USD. Con il senno di poi, possiamo vedere che il quadruplicarsi della valutazione di Uber un anno dopo rappresentava ancora un forte sconto rispetto a ciò che l'azienda è diventata. Quali sono state le ragioni dello scetticismo e perché alcuni potenziali investitori hanno ritenuto la società sopravvalutata? La risposta sta nella disruption che Uber (e il settore del ridesharing in generale) ha offerto come servizio.

L'errore commesso dagli investitori è stato quello di non rendersi conto che il mercato disponibile totale (TAM, total addressable market) di Uber andava oltre quello di un semplice servizio di taxi. Secondo IBISWorld, nel 2014 il mercato dei taxi ha superato di poco i 10 miliardi di USD. Uber non rivela le sue prenotazioni lorde di mobilità negli Stati Uniti, ma sappiamo che genera circa la metà delle sue entrate da questo Paese.⁸ Se applichiamo questo numero ai 68 miliardi di USD di prenotazioni per la mobilità nel 2023⁹, Uber supererebbe del 300% il mercato del 2014: è diventato molto più di un semplice servizio di taxi.

Il servizio di Uber si rivolge a molto più che al mercato dei taxi o delle limousine; pensiamo piuttosto che debba essere considerato come una nuova forma di viaggio. Gli americani hanno percorso più di tremila miliardi di miglia nel 2023⁸ a un prezzo di pochi dollari/miglio, il che suggerisce che il vero TAM (Mercato totale disponibile) di Uber è nell'ordine delle migliaia di miliardi di dollari. Invece di competere solo con un piccolo mercato di taxi, Uber compete con tutte le forme di trasporto, dal pendolarismo mattutino all'auto di proprietà. Secondo le stime dell'AAA, nel 2023 possedere un'auto costerà 12.000 USD⁹: con un prezzo medio di Uber di circa 20 dollari negli Stati Uniti, ciò equivale a quasi 600 corse Uber all'anno.

Anche se Uber non sarà in grado di catturare tutto questo come prenotazioni o ricavi, riteniamo che il paragone con gli albori del trasporto aereo sia più azzeccato.

Ciò suggerisce che Uber ha ancora una notevole possibilità di sviluppo. Ad esempio, i passeggeri del settore aereo statunitense sono cresciuti a un tasso annuo composto di circa il 9% dal 1958 al 1977, quando il trasporto aereo è stato deregolamentato.¹⁰ Questo tipo di crescita del settore aerospaziale (anch'esso un disruptor) sembra essere modellato dalla crescita degli utenti attivi di Uber: un tasso a doppia cifra nel primo trimestre, nonostante una base di 150 milioni di utenti.

La combinazione di una crescita sostenuta degli utenti, di un aumento della frequenza degli utenti con l'aggiunta di nuovi prodotti e di un'attività pubblicitaria in espansione che integra la redditività ci fa ritenere che Uber possa far crescere le prenotazioni nell'ordine della doppia cifra fino alla fine del decennio. Sebbene la società sia quotata a circa 20 volte l'EV/EBITDA dei prossimi dodici mesi¹¹, i suoi utili futuri potrebbero far apparire questo multiplo a buon mercato. Se consideriamo la valutazione del 2014 sull'EBITDA del 2023, Uber è stata valutata poco più di tre volte l'EV/EBITDA.

Proprio per questo motivo utilizziamo i modelli di flusso di cassa scontato (DCF) per comprendere meglio il valore futuro delle aziende dirompenti. Tuttavia, sebbene i DCF siano validi, limitano le proiezioni future della performance di un'azienda alla sua attività attuale; Uber non aveva un'attività di food delivery fino all'agosto del 2014 e nel 2023 Uber Eats ha registrato poco più di 60 miliardi di USD di prenotazioni.⁶

Le classiche misure di valutazione devono quindi essere affiancate da un'analisi qualitativa del potenziale di espansione in nuove aree. Con una base di utenti di 150 milioni di persone e oltre 6 milioni di autisti,⁶ Uber potrebbe introdurre business di grande successo che non abbiamo nemmeno ancora considerato. Spetta a noi analisti combinare i dati quantitativi con una valutazione qualitativa del potenziale di crescita futura di una società.

⁵ Bloomberg, 2024.

⁶ Uber, [Investor Financials](#), 2024.

⁷ [Wellington and Fidelity Expected to Lead Uber Investment](#), Wall Street Journal, 3 giugno 2024.

⁸ [Federal Highway Administration](#), 2024.

⁹ [Annual New Car Ownership Costs Boil Over \\$12K](#), Newsroom, 30 agosto 2023. (citando i dati AAA)

¹⁰ [Airlines.org](#), 2024.

¹¹ Factset, 4 giugno 2024. (EBITDA = utile al lordo delle imposte sul reddito, del deprezzamento e degli ammortamenti).

Investimenti dirompenti

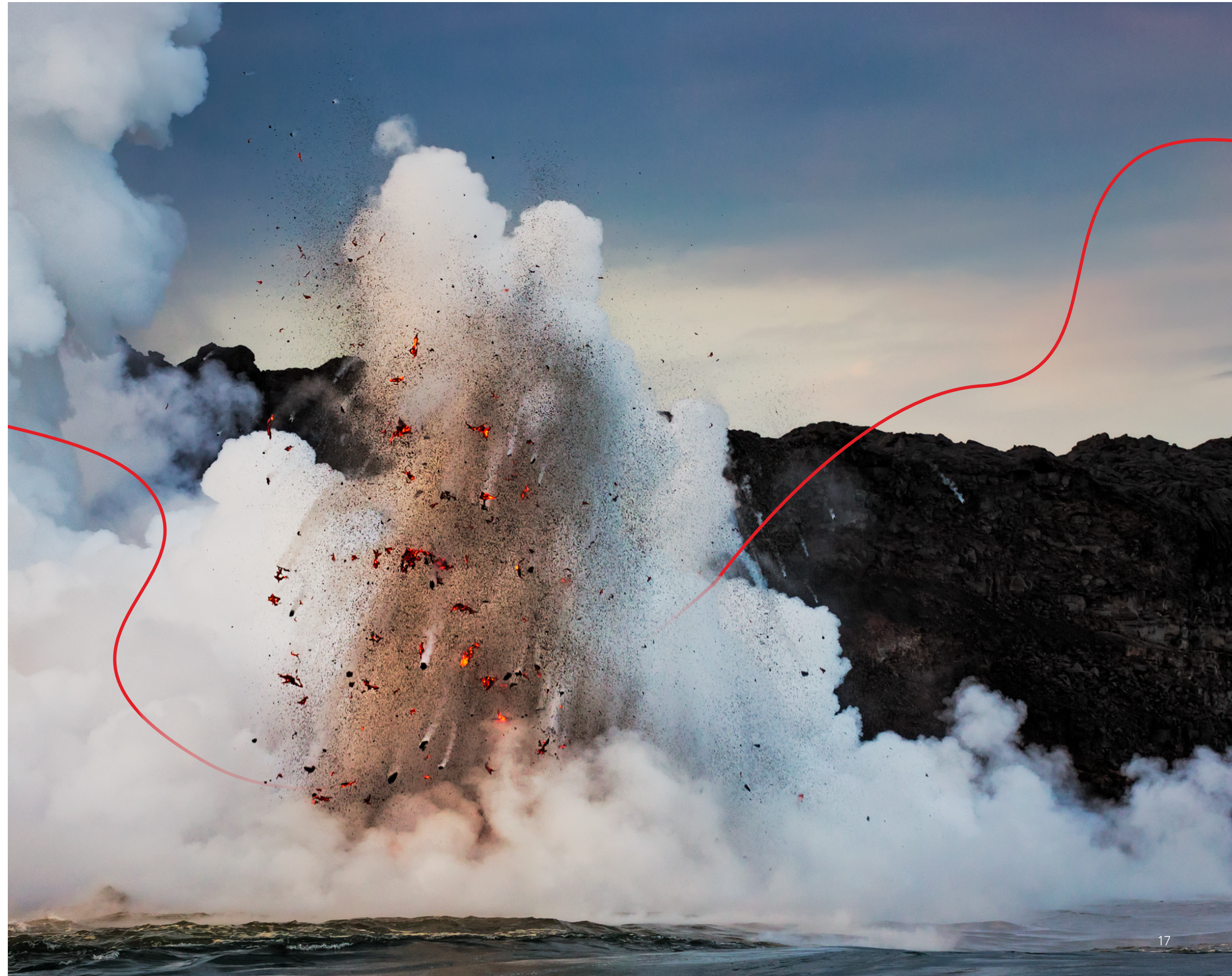
In definitiva, le aziende elite-growth sono caratterizzate dalla capacità di sconvolgere ampi mercati esistenti o di aprirne di nuovi, spesso a tassi di penetrazione sottostimati. Il dimensionamento del mercato totale disponibile (TAM) e un'attenta modellizzazione in base a curve di adozione realistiche a forma di S^{12} possono portare a rendimenti superiori rispetto al consensus; di solito si riflettono in un valore atteso ponderato verso gli ultimi anni di un quadro DCF e/o oltre il tipico periodo di previsione.

Come abbiamo visto, anche le società hyper-growth hanno spesso attributi di piattaforma, con la capacità di affrontare ulteriori importanti TAM che non vengono rilevati nei modelli e negli scenari iniziali. Questi possono diventare più concreti dopo 2-3 o 5-10 anni di proprietà e consentono di modellare ulteriori e consistenti rialzi all'interno di un quadro di valutazione.

Per noi la valutazione è trainata sia dalla probabilità di assegnazione a diversi scenari operativi, sia da come crediamo che gli investitori valutino la crescita e il profilo di rischio dell'azienda. Incorporando le nostre previsioni in un modello DCF a 10 anni, cerchiamo di pensare ai tassi di sconto e di crescita terminale in modo da riflettere le nostre aspettative di variazione del consensus di mercato.

Per quanto ci piacerebbe credere il contrario, la disruption non è né nuova né inedita: fa parte del modo in cui le economie si evolvono e cambiano. Le disruption creano incertezza, ma soprattutto cambiano la struttura di fondo delle imprese e di intere economie. Questi cambiamenti strutturali implicano che è pericoloso investire, valutare o gestire le aziende partendo dal presupposto che la mean reversion funziona sempre e che i modelli/metriche meccaniche sono la risposta. Pertanto, per valutare i titoli hyper-growth sarà sempre necessario un mix di arte e scienza.

¹² Una curva a forma di S (sigmoidale) aumenta gradualmente all'inizio, più rapidamente nel periodo centrale di crescita e lentamente alla fine, per poi stabilizzarsi su un valore massimo dopo un certo periodo di tempo.





Il vantaggio competitivo delle Magnifiche 7?

Analisi dei vantaggi relativi della concorrenza delle sette superpotenze tecnologiche statunitensi



Angus Muirhead
Head of Thematic
Equities



Michael Nell
Senior Investment Analyst
e Portfolio Manager



Jia Tan (TJ)
Head of Research
China Long/Short Equity



Albert Tsuei
Co-Portfolio Manager on
Digital transformation e
Senior Investment Analyst



Barry Gill
Head of Investments



Le Magnifiche 7 (Mag7) sono attualmente valutate come se il loro vantaggio competitivo fosse quasi permanente. Valutiamo se questo è corretto, tenendo conto della loro natura variegata e delle minacce che devono affrontare.

All'inizio di quest'anno, il più grande fondo sovrano del mondo, il norvegese NBIM, ha registrato il più alto rendimento trimestrale dalla sua creazione nel 1996, un risultato attribuito principalmente alle sue vaste partecipazioni nelle Mag7¹. Non sono stati gli unici: con i titoli delle Mag7 che hanno ampiamente sovraperformato (e trascinato) gli indici più ampi nel 2023 grazie all'ottimismo dilagante nei confronti dell'intelligenza artificiale (IA), le valutazioni attuali sembrano implicare una fiducia quasi illimitata nell'inattaccabilità del loro vantaggio competitivo a livello economico.

In effetti, se si considerano le economie di scala e gli effetti di rete, si può persino sostenere che il Mag7 sia a buon mercato. Uno studio recente ha rilevato che "il 2,4% delle aziende con le migliori performance rappresenta la totalità dei 75.700 miliardi di USD di creazione netta di ricchezza del mercato azionario globale dal 1990 al dicembre 2020".² Secondo alcune stime, tali capitalizzazioni di mercato sproporzionate significano che "il profitto economico delle Magnifiche 7 è superiore di circa il 40% rispetto al profitto economico aggregato del Russell 3000", come ha dichiarato il professore e stratega Michael Mauboussin al Financial Times a febbraio.³

La performance di queste aziende riflette i ben noti (e colossali) vantaggi competitivi, che molti osservatori ritengono praticamente insuperabili, almeno per il prossimo futuro. Come afferma Mike Nell, Senior Equity Analyst e Portfolio Manager di UBS Asset Management, "nel nostro modello abbiamo inserito un rendimento sul capitale proprio del 35% al valore terminale (o molto vicino) per tutte queste società, che è una sorta di atto di fede sul fatto che non perderanno il loro vantaggio competitivo".

Tali previsioni non sono fatte alla leggera. Ciascun membro del gruppo Mag7 ha una varietà di vantaggi propri, che consente a tutti loro di creare un enorme valore e grandi profitti.

Nonostante le grandi ambizioni di Microsoft per il suo motore di ricerca rivale, Bing⁴, la quota del 90% di Google nel contesto globale dei motori di ricerca è così dominante che molti consumatori quasi non si rendono conto dell'esistenza di alternative. La sua integrazione nell'infrastruttura aziendale fa sì che la sua rimozione sia praticamente impensabile per la maggior parte delle aziende, mentre la forza del marchio Apple esercita una presa sui suoi clienti che può sfiorare il culto⁵.

In molti casi, la posizione dominante delle Mag7 è così radicata che per gli analisti più esperti è impossibile immaginare l'emergere di concorrenti significativi. "Non si vede nulla che possa soppiantare, ad esempio, l'iPhone", afferma Nell. E di certo non credo che il mercato si convinca che sia stato soppiantato finché non sente il fiato sul collo di ciò che lo sta soppiantando. È davvero difficile immaginare cosa potrebbe essere; l'ecosistema di Apple è così convincente che è improbabile che venga stravolto nel prossimo futuro".

Il termine "prevedibile" ha un peso notevole in questo verdetto, ovviamente. Come tutti i grandi imperi prima di loro, l'aura di immutabilità delle Mag7 è solo, come dice il nome, un'aura. Come tutti gli investitori sanno, nulla dura per sempre. Su un orizzonte temporale sufficientemente lungo, tutte le grandi aziende perdono la loro posizione dominante. Angus Muirhead, Head of Thematic Equities di UBS Asset Management, avverte che "quasi tutte le società più grandi sono quotate in borsa e più diventano grandi, più hanno successo, più sono significative in questi indici. Ma se si guarda indietro a intervalli di 10 anni, le aziende più grandi sono cambiate. Solo due o tre tendono a sopravvivere ai dieci anni successivi. Ma non possiamo mai immaginarlo in quel momento".

¹ Magifiche 7 (Mag7) è il nome collettivo recentemente coniato per Amazon, Apple, Alphabet, Microsoft, Meta Platforms, Nvidia e Tesla.

² [Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks](#), Financial Analysts Journal, Vol 79, 2023.

³ [Michael Mauboussin on increasing returns to scale](#), Financial Times, 23 febbraio 2024.

⁴ In un'intervista rilasciata al Wall Street Journal nell'agosto del 2023, Satya Nadella ha dichiarato che "Bing con intelligenza artificiale cambierà completamente ciò che le persone possono aspettarsi da un motore di ricerca". All'inizio dell'anno ha dichiarato alla CBS che "siamo pronti ad affrontare le nuove guerre dei motori di ricerca". (CBS, 7 febbraio 2023).

⁵ Utilizzando uno scanner per la risonanza magnetica su un "fan Apple", un [2011 BBC documentary](#) ha scoperto che le immagini dei dispositivi Apple attivano risposte nelle stesse parti del cervello che le immagini di una divinità attivano nelle persone religiose; <https://www.bbc.co.uk/news/business-13416598>.



Le 10 maggiori società del mondo per capitalizzazione di mercato
(ex Berkshire e Aramco)

1980	1990	2000	2010	2020
Picco di produzione del petrolio	Il Giappone conquisterà il mondo	La bolla delle dot-com	La Cina conquisterà il mondo	Le tech USA offrono solo crescita
USA IBM	JPN NTT	USA Microsoft	USA Exxon Mobil	USA Microsoft
USA AT&T	JPN Bank of Tokyo-Mitsubishi ⁶	USA General Electric	CHN PetroChina	USA Apple
USA Exxon	JPN Industrial Bank of Japan	JPN NTT DoCoMo	USA Apple Inc.	USA Amazon
USA Standard Oil	JPN Sumitomo Mitsui Banking ⁶	USA Cisco Systems	AUS BHP Billiton	USA Google
USA Schlumberger	JPN Toyota Motors	USA Wal-Mart	USA Microsoft	USA Facebook
NLD Shell	JPN Fuji Bank	USA Intel	CHN ICBC	CHN AliBaba
USA Mobil	JPN Dai-Ichi Kangyo Bank	JPN NTT	BRA Petrobras	CHN Tencent
USA Atlantic Richfield	USA IBM	USA Exxon Mobil	CHN China Construction Bank	USA Johnson & Johnson
USA General Electric	JPN UFJ Bank	USA Lucent Technologies	NLD Royal Dutch Shell	USA JP Morgan Chase
USA Eastman Kodak	USA Exxon	DEU Deutsche Telekom	CHE Nestlé	USA Exxon Mobil

AUS = Australia, BRA = Brasile, CHE = Svizzera, CHN = Cina, DEU = Germania, JPN = Giappone, NLD = Paesi Bassi, USA = Stati Uniti d'America
Fonte: Gavekal Data/Macrobond

Oggi, con le Magnifiche 7 che rappresenta quasi un terzo della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500, molti osservatori tracciano un parallelo con il 2001, l'ultimo periodo di concentrazione di mercato comparabile, anch'esso caratterizzato da un peso sproporzionato dei titoli tecnologici in un contesto di esuberanza tecnologica. Barry Gill, Head of Investments di UBS Asset Management, sottolinea che "sebbene tale concentrazione a livello di titoli possa essere un fenomeno nuovo in questo caso, questo livello di concentrazione non è insolito per altri mercati nazionali".

Sebbene le aziende superstar di oggi abbiano fondamentali molto più solidi rispetto alle aziende manifesto della bolla delle dot-com, non hanno nemmeno il diritto divino di rimanere al vertice: "La gente pensava che IBM non avrebbe mai potuto essere scalzata", afferma Muirhead. Per quanto le Mag7 appaia oggi dominante, è una certezza storica che prima o poi si troverà a dover affrontare situazioni di disruption e sconvolgimento.

Barry Gill sostiene che:

"La questione principale è se l'intelligenza artificiale sia un'innovazione nel segno della continuità oppure sia distruttiva, come nel quadro di Clayton Christiansen. Se si dimostrasse essere nel segno della continuità, come molti credono, dovrebbe rafforzare i vantaggi competitivi".

IA: livellerà il campo di gioco o lo renderà in salita?

Poiché molti ritengono che sia la tecnologia più dirompente della sua generazione, l'IA potrebbe essere il fattore in grado di destabilizzare i titani delle Mag7?

Non è difficile trovare voci che la pensano così, anche all'interno delle mura delle Magnifiche 7 stesso. In una nota interna di Google trapelata nel 2023, si temeva che i modelli open-source stessero togliendo quote di mercato all'azienda e che, rispetto alle proprie offerte di IA, "i modelli open-source sono più veloci, più personalizzabili, più privati e, in proporzione, più capaci".⁶ La conclusione della nota è stata franca: "Non abbiamo un solido vantaggio competitivo". Altre voci hanno sollevato preoccupazioni simili, con molti commentatori che hanno messo in guardia dall'hype dell'intelligenza artificiale intorno alle Mag7.

Allo stesso tempo, è altrettanto facile trovare coloro che ritengono che la natura high-tech, ad alta intensità di capitale e con scarsità di talenti dell'AI sia più probabile che rafforzi i vantaggi esistenti delle Mag7 piuttosto che eroderli. "C'è molto margine nei budget per la ricerca e lo sviluppo di queste grandi aziende", afferma Nell. "Possono spendere 100 milioni di USD senza che per loro faccia troppo la differenza. Ma se si tratta di un'azienda più piccola, cercare di spendere 10 milioni di USD in più potrebbe essere un'impresa impossibile". Tutte le Magnifiche 7 dispongono di budget per la ricerca e lo sviluppo dell'ordine di miliardi di dollari, di cui una parte consistente è stata dedicata all'IA negli ultimi anni, comprese acquisizioni strategiche come quella di OpenAI da parte di Microsoft, di DeepMind da parte di Google e di Xnor.ai da parte di Apple.

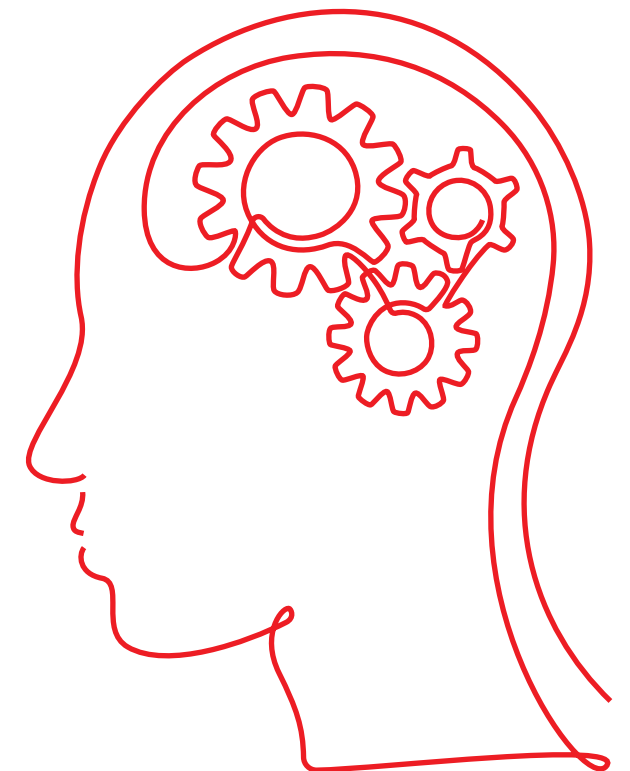
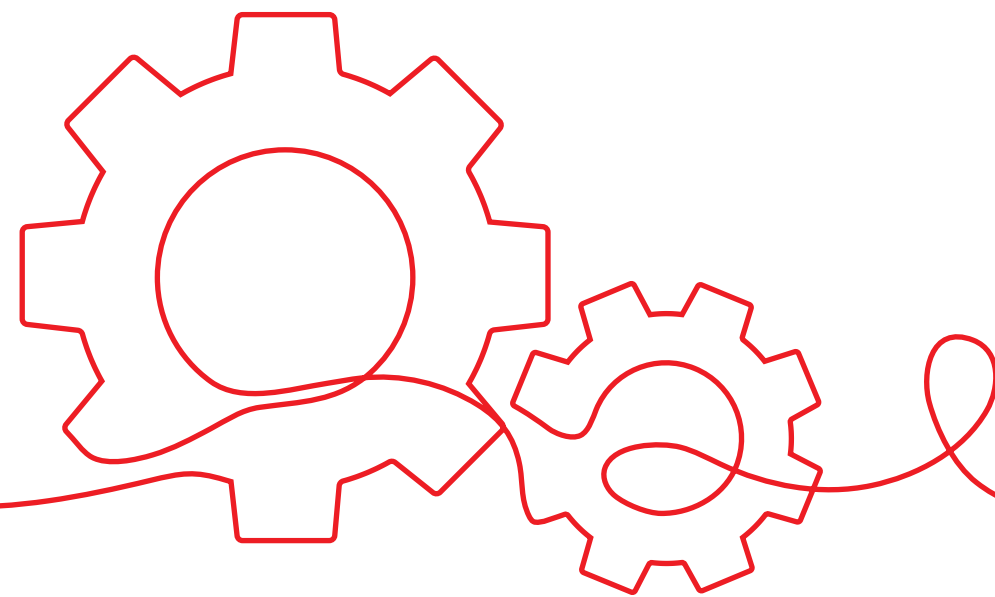
Ma il ricco portafoglio non è l'unico vantaggio di cui godono le Mag7, molte delle quali hanno modelli di business basati sui dati che possono trarre immensi benefici dall'IA. Nonostante la nota sull'assenza di solidità in termini di vantaggio competitivo, ad esempio, la posizione dominante di Google nella ricerca e nel cloud computing, insieme al suo vasto accumulo di dati, le conferiscono una base solida per gli strumenti di intelligenza artificiale per perfezionare le sue funzioni principali di ricerca e pubblicità. Anche Amazon dispone di grandi quantità di dati sui consumatori, che l'intelligenza artificiale può utilizzare per affinare ulteriormente le sue preminenti capacità logistiche e di marketing, mentre anche il targeting degli annunci e la personalizzazione dei contenuti di Facebook sono destinati a trarne beneficio.

L'analista cinese Jia Tan, Head of Research, China Equity Long/Short, UBS O'Connor, sottolinea che la stratosferica performance recente di Nvidia si basa in larga misura sul potenziale che l'IA sta rapidamente manifestando e che anche l'investimento di Microsoft in AI Copilot sta rafforzando il suo vantaggio competitivo. Nel frattempo, il data leak (divulgazione non autorizzata o involontaria di dati sensibili o riservati) che Tesla ha accumulato grazie a milioni di chilometri percorsi in autonomia si rivelerà probabilmente un'enorme risorsa nell'attuale corsa per la creazione di reti di veicoli completamente autonomi, rendendo più ampio il suo vantaggio sui concorrenti statunitensi ed europei:

"Quello che sta accadendo in quel mercato è la transizione da un prodotto che era in gran parte meccanico a qualcosa che è fondamentalmente un grande smartphone su ruote", sostiene Nell. "La maggior parte delle case automobilistiche non è nata nella Silicon Valley, il che significa che le loro competenze in materia di software sono minime. Detroit non è la Silicon Valley. La Germania non è la Silicon Valley. Queste aziende stanno cercando di sfidare Tesla, che è di una specie completamente diversa".

Riconoscendo la potenza di tali vantaggi, Jia Tan dubita di un'imminente violazione del vantaggio competitivo delle Mag7: "Gli investitori hanno parlato di una potenziale minaccia alla funzione di ricerca di Google da parte di Bing e OpenAI, ma finora non si è concretizzata. In ultima analisi, non è possibile prevedere da dove proverrà la vera minaccia; tutto ciò che possiamo fare è cercare di seguire da vicino tutte queste innovazioni distruttive".

Lungi dal minacciare le Magnifiche 7, l'IA potrebbe rivelarsi un fattore di ulteriore rafforzamento dei loro vantaggi competitivi. Albert Tsuei, Lead Portfolio Manager della strategia azionaria di trasformazione digitale di UBS Asset Management, sottolinea che storicamente gli investitori hanno valutato male il valore dei titoli big tech nei momenti di cambiamento tecnologico paradigmatico: "Gli investitori hanno spesso sottovalutato la potenza di questi modelli di business delle big tech quando sono in scala. Storicamente, molte di queste aziende si sono rivelate significativamente più economiche di quanto avrebbero dovuto essere quando hanno iniziato a flettere il loro potere sul mercato". Un punto sostenuto dallo studio sulla creazione di ricchezza in borsa citato in precedenza.⁷



⁶ <https://www.semianalysis.com/p/google-we-have-no-moat-and-neither>; <https://www.theverge.com/2023/7/10/23790132/google-memo-moat-ai-leak-demis-hassabis>.

⁷ [Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks](#), Financial Analysts Journal, Vol 79, 2023.

La regolamentazione è in programma

A prescindere dagli effetti dell'IA sui modelli di business del gruppo delle Mag7, sta già suscitando un'importante discussione sull'intervento normativo. I vertici su questo tema si susseguono a ritmo serrato e sia il Parlamento europeo che le Nazioni Unite hanno adottato importanti risoluzioni sull'IA nel marzo di quest'anno.⁸

Storicamente, l'attività normativa ha talvolta funzionato come un ponte levatoio per i concorrenti che cercano di prendere d'assalto i fossati degli operatori storici, e la conversazione sull'IA potrebbe servire a incoraggiare i numerosi interventi normativi in corso contro le big tech. Google e il Dipartimento di giustizia degli Stati Uniti sono già coinvolti nel più importante caso antitrust degli ultimi anni, con molti legislatori su entrambe le sponde dell'Atlantico desiderosi di vedere l'azienda, e altre delle Mag7, in frantumi.⁹ Anche Apple e Amazon sono state citate in giudizio dal governo statunitense, accusate rispettivamente dal Dipartimento di giustizia e dalla Federal Trade Commission di pratiche monopolistiche.¹⁰ Nel frattempo, Facebook ha dovuto affrontare l'esame di diversi inquisitori per lo stesso motivo, oltre che per la privacy dei dati, la libertà di parola e la moderazione dei contenuti.

Ma ancora una volta, la regolamentazione può amplificare i vantaggi commerciali preesistenti e altrettanto spesso ridurli, poiché per le aziende più grandi è generalmente più facile assorbire i costi di conformità e gli attriti che impone. L'audizione dello scorso anno al Senato, in cui

l'amministratore delegato di OpenAI Sam Altman sembrava chiedere una maggiore regolamentazione per il settore dell'intelligenza artificiale, ha fatto sì che i concorrenti si preoccupassero pubblicamente delle conseguenze indesiderate, con Emad Mostaque di Stability IA che ha dichiarato ai giornalisti che la regolamentazione favorisce sempre gli operatori storici e può soffocare l'innovazione, e Clem Delangue, CEO di Hugging Face, che ha twittato che: "Richiedere una licenza per addestrare i modelli sarebbe come richiedere una licenza per scrivere codice. A mio parere, concentrerebbe ulteriormente il potere nelle mani di pochi e rallenterebbe drasticamente il progresso, l'equità e la trasparenza".¹¹

Poiché la maggior parte delle Mag7 attribuisce un valore significativo alla fiducia del pubblico, potrebbero trarre vantaggio dalla assicurazione che la regolamentazione può fornire ai consumatori nel momento in cui imparano a confrontarsi con l'IA, soprattutto in casi d'uso controversi come i veicoli a guida autonoma o la diagnostica medica. Inoltre, i membri delle Mag7 dispongono di potenti agganci negli affari pubblici, abituate a esercitare pressioni sui principali legislatori e governi del mondo, e potrebbero essere in una posizione migliore rispetto alla maggior parte degli altri per plasmare a proprio vantaggio qualsiasi quadro normativo nazionale o globale nascente.



Inversione di tendenza

L'ampiezza del vantaggio competitivo delle Magnifiche 7 è, ovviamente, una questione separata dal valore delle società di questo gruppo. Oggi la concentrazione del mercato ai vertici dell'indice appare precaria come non accadeva da una generazione. Sebbene la maggior parte degli investitori si aspetti che queste aziende mantengano la loro posizione dominante, è possibile che le maggiori opportunità si trovino ora in altri settori del mercato.

"È molto difficile per questi titoli sovraperformare", spiega Nell. "perché quello che cercano di battere è se stessi. Se si considerano Apple e Microsoft insieme, rappresentano quasi il 50% del benchmark del settore IT. Pertanto, se si desidera possedere titoli che in futuro registreranno una performance in linea con il benchmark del settore IT, è logico che si debba cercare altrove. Non si tratta di stabilire se il loro vantaggio competitivo sia sostenibile, ma se le loro valutazioni siano eccessive rispetto alle altre opportunità del settore tecnologico".

Quest'anno, si sono finora osservate fortune alterne tra le società delle Mag7, con Tesla in calo del 28% e Apple che ha registrato un relativamente modesto 10%.¹² Naturalmente, molti analisti parlano di una mean reversion. "Credo che i titoli mega-cap siano pienamente valutati e

che sia in arrivo un'operazione di mean reversion", afferma Nell. "Questo potrebbe avvenire in due modi: o i titoli mid-cap, e small-cap raggiungono i titoli mega-cap, o le valutazioni dei titoli mega-cap diminuiscono fino a raggiungere quelle dei titoli mid-cap e small-cap, dove si trovano oggi. Personalmente, penso che sia più probabile il primo scenario".

Il prezzo del successo: la vigilanza

La relativa immunità alla concorrenza delle società delle Mag7 deriva da potenti elementi del DNA di ciascuna azienda e non sarà semplice per gli sfidanti di domani superarla. Ma lo stesso valeva per i precedenti colossi aziendali e la storia ha dimostrato che tali vantaggi non possono essere mantenuti per sempre.

I risultati recenti sono stati impressionanti, ma il ciclo dell'hype dell'intelligenza artificiale è agli inizi ed è ancora difficile determinare dove l'impatto dell'IA si farà sentire più profondamente. Con le autorità di regolamentazione che vigilano con attenzione e le tecnologie dirompenti che emergono ogni anno, le società delle Mag7 dovranno fare tutto il possibile per giustificare le valutazioni elevate di oggi, mentre i concorrenti continuano a testare le loro difese.

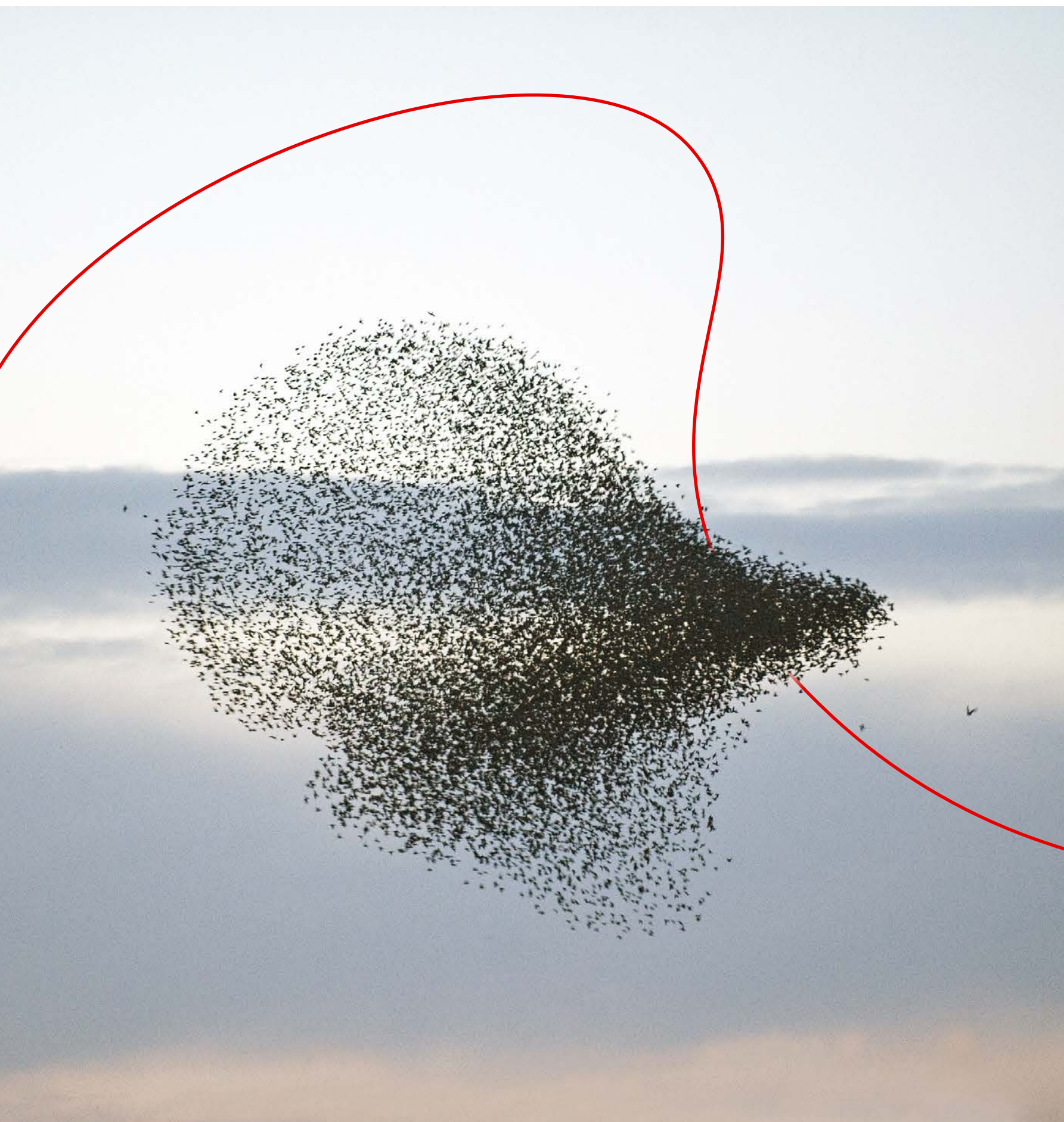
⁸ [Artificial Intelligence Act: MEPs adopt landmark law](#) , Parlamento europeo, 13 marzo 2024; [General Assembly adopts landmark resolution on artificial intelligence](#), Nazioni Unite, 21 marzo 2024.

⁹ [Google, Apple breakups on the agenda as global regulators target tech](#), Reuters, 25 marzo 2024.

¹⁰ [Justice Department Sues Apple for Monopolizing Smartphone Markets](#), Office of Public Affairs, U.S. Dipartimento di Giustizia, 21 marzo 2024.

¹¹ [@ClementDelangue](#), Twitter, 17 maggio 2023.

¹² [Advisors weigh in on the future of the Magnificent Seven](#), Investment News, 29 aprile 2024.



Megatrend e innovazione distruttiva

Un'analisi tematica dei fattori chiave che
determinano il cambiamento economico e sociale



Angus Muirhead
Head of Thematic
Equities

L'investimento azionario tematico rifugge dall'idea di utilizzare un benchmark o un indice come punto di partenza per la costruzione di un portafoglio. Angus Muirhead spiega perché concentrarsi sui trend di crescita secolari può avere senso in un mondo complesso e interconnesso, sempre più guidato dai megatrend.

L'ordine mondiale sta cambiando. A causa delle carenze legate alla catena di approvvigionamento COVID e dei timori geopolitici, i Paesi stanno iniziando a tornare indietro dopo decenni di globalizzazione. Il capitalismo e la democrazia si trovano ad affrontare sfide serie per la prima volta da diverse generazioni. Ad accrescere la tensione, i dati demografici di tutto il mondo sono molto divergenti: secondo le proiezioni, più della metà della crescita della popolazione mondiale fino al 2050 si verificherà in Africa¹ e, mentre la ricchezza globale continua ad aumentare in media (misurata dal PIL pro capite), questa media nasconde un divario sempre più ampio tra ricchi e poveri.²

Questi sono esempi di "forze strutturali del cambiamento", i potenti spostamenti tettonici nel modo in cui viviamo, nelle nostre norme culturali, nel nostro ambiente, nella nostra salute e sicurezza. Queste forze di cambiamento, talvolta note come megatrend, si manifestano in genere nell'arco di diverse generazioni e possono avere un impatto su determinati settori o comunità, oppure essere di più ampia portata, toccando la vita di molti e influenzando interi settori ed economie.

Le forze strutturali del cambiamento in atto nel mondo di oggi si scontrano per creare un ambiente di tensione e incertezza. Le proteste in tutto il mondo continuano ad aumentare a ritmo costante³, la spesa militare globale ha toccato nuovi massimi dopo nove anni consecutivi di aumenti⁴ e la temperatura terrestre continua a salire.

1 "Global Issues: Population", Nazioni Unite (www.un.org/en/global-issues/population), giugno 2024.

2 "Global Wealth Report 2023", UBS (Credit Suisse Research Institute (CSRI)), Credit Suisse AG, una società del Gruppo UBS).

3 The GDELT Project.

4 "Global military spending surges amid war, rising tensions and insecurity", Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), 22 aprile 2024.

In questo scenario apparentemente desolante, troviamo sia la speranza che l'opportunità. In effetti, molti progressi e innovazioni tecnologiche significative sono nati da conflitti, scontri o necessità, e le attuali tensioni geopolitiche stanno chiaramente intensificando la competizione tra i Paesi e spingono gli sforzi, spesso sostenuti dai governi, a spingersi oltre i confini della scienza e del know-how.

La corsa per i Paesi e le aziende che vogliono sviluppare l'intelligenza artificiale più potente, costruire i sistemi di sicurezza informatica più solidi, attrarre i talenti più intelligenti, ottenere la minore impronta di carbonio nell'agricoltura e nella produzione e sviluppare i sistemi sanitari e di welfare più efficienti è attualmente aperta e procede a gran ritmo. Oggi si costruiscono e si ampliano più impianti di fabbricazione di semiconduttori (più di 70 a livello globale) che mai.⁵ A cinque decenni dalle ultime missioni Apollo, la luna è di nuovo un obiettivo per l'esplorazione spaziale⁶ e i computer quantistici e i missili ipersonici sono ormai prossimi a diventare realtà dopo decenni di ricerca.

Con l'accelerazione del ciclo dell'innovazione, le forze dirompenti prenderanno inevitabilmente piede. Questo cambiamento può presentare opportunità interessanti per l'investitore paziente a lungo termine. Le dislocazioni tra il modo in cui le cose sono state fatte finora e come potrebbero essere fatte in futuro aprono spiragli di valore intrinseco.

Le aziende dominanti del momento crescono oltre il loro mercato e diventano gradualmente degli operatori storici tradizionali, incapaci di reagire abbastanza velocemente e tenuti sotto stretta osservazione dalle autorità di regolamentazione. Ogni anno i campioni di oggi vengono messi alla prova e nel tempo alcuni di loro vengono sostituiti da nuovi arrivati, liberi di progettare la loro attività con una nuova formula, utilizzando la moneta della nuova tecnologia, dell'innovazione e dei modelli di business.

"Nei prossimi decenni ci sarà un'ulteriore accelerazione grazie all'aumento dell'innovazione tecnologica. E se gli atomi, i bit e le cellule sono le fondamenta del mondo moderno, tre innovazioni in particolare plasmeranno il futuro: intelligenza artificiale, biotecnologie e tecnologie per il clima".

Estratto da "A new national purpose", una relazione congiunta di Tony Blair e William Haig, febbraio 2023

Di seguito verranno analizzate sette tematiche con carattere di disruption che stanno facendo progredire il mondo e di cui gli investitori dovrebbero prendere nota.

5 "Nine key statistics on new semiconductor fabs being built around the world", di Michelle Adams, 22 settembre 2023.

6 "Moon Race 2.0", di Sue Nelson, BBC World News, 16 febbraio 2024.

Intelligenza artificiale e robotica

La robotica e i sistemi di automazione controllati da computer sono presenti nelle fabbriche fin dagli anni Sessanta. Tuttavia, con il progredire della tecnologia, che diventa più facile da usare e meno costosa, il mercato consolidato viene stravolto e le sue dimensioni vengono notevolmente ampliate da nuove soluzioni robotiche e di automazione più intelligenti.

"L'automazione è la nuova elettricità. È un processo di trasformazione che cambierà tutto"

Ken Goldberg, University of California, Berkley

Fino a poco tempo fa i robot e i sistemi di automazione erano automi e seguivano rigidamente un codice pre-programmato. La situazione sta iniziando a cambiare. Negli ultimi 20 anni, la potenza dei processori per computer è aumentata in modo esponenziale e, grazie alle economie di scala, anche i costi sono diminuiti. Allo stesso tempo, le tecnologie di piattaforma, come internet mobile e fisso veloce, e i fornitori di servizi cloud che offrono archiviazione dei dati e servizi di calcolo on demand si sono evoluti, mentre i processori avanzati, insieme all'enorme aumento dei dati digitali, consentono agli algoritmi di IA di essere molto più potenti e utili che mai.

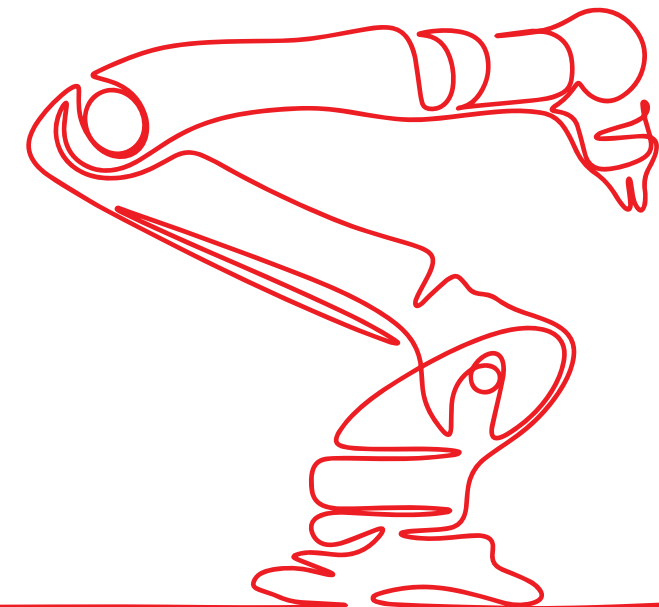
Di conseguenza, i robot stanno diventando sempre più smart, dotati di intelligenza artificiale, e la loro utilità nell'industria e nella società sta crescendo rapidamente. Si può pensare all'intelligenza artificiale come al "cervello" del robot: man mano che l'IA diventa più capace, il robot può svolgere compiti con maggiore autonomia, percependo e reagendo ai cambiamenti dell'ambiente circostante e imparando dai propri errori e da quelli dei suoi colleghi robot.

Fino a poco tempo fa, la robotica e le soluzioni di automazione si rivolgevano a un segmento di mercato molto ristretto di aziende che producevano grandi volumi di

merci con variazioni molto limitate, come automobili, semiconduttori, alimenti lavorati, schermi piatti per TV e computer e prodotti chimici.

Tuttavia, man mano che i sistemi di automazione diventano più intelligenti e autonomi, diventano più facili da configurare e programmare e generalmente più sicuri da usare. Ognuno di questi vantaggi, insieme a prezzi più accessibili, consente di utilizzare la robotica come opzione economicamente valida in una gamma di casi d'uso in continua espansione. I robot continuano a essere utilizzati nelle linee di produzione, ma vengono anche impiegati in diverse aree della fabbrica e in casi di utilizzo collaborativo in cui il sistema può supportare e valorizzare un lavoratore umano. Sono sempre più utilizzati anche al di fuori della fabbrica, nell'industria dei servizi, nell'agricoltura, nella logistica, nella sicurezza e nei sistemi di trasporto, ma anche in applicazioni di automazione puramente digitali, come i software utilizzati per simulare il funzionamento degli impianti, migliorare i progetti industriali e prevedere con precisione quando le macchine devono essere sottoposte a manutenzione, per evitare i tempi di fermo dovuti a rotture impreviste.

Con l'ulteriore sviluppo dell'intelligenza artificiale e di altre tecnologie, continueranno a emergere soluzioni di automazione più intelligenti per rispondere alle crescenti sfide che le imprese, i governi e la società devono affrontare; questa disruption guidata dall'innovazione presenta una serie di opportunità interessanti per gli investitori pazienti nel lungo periodo.



Sicurezza e protezione

In un contesto di crescenti tensioni geopolitiche e di squilibri di ricchezza, la sicurezza è diventata un tema di grande attualità e rilevanza. La sicurezza informatica è solo un aspetto di questo tema. Se da un lato i vantaggi della digitalizzazione iniziano a dare i loro frutti per la società, grazie all'aumento della produttività e alla creazione di ricchezza, dall'altro aumentano anche i rischi informatici correlati. Man mano che memorizziamo online un numero maggiore di informazioni sensibili e personali e ci affidiamo a servizi digitali come quelli bancari o di pagamento, diventiamo sempre più vulnerabili al rischio che il nostro accesso possa essere compromesso o che le nostre password, le informazioni critiche e persino la nostra identità possano essere rubate.

Secondo il Global Threat Report 2024 di CrowdStrike, un approccio "sufficiente" alla sicurezza informatica non è più adeguato per contrastare le minacce moderne. Man mano che le organizzazioni spostano un maggior numero di applicazioni e dati nel cloud, i malintenzionati mirano a sfruttare a proprio vantaggio e per fini criminali le caratteristiche specifiche del cloud computing. Il rapporto cita un aumento del 75% delle intrusioni nel cloud rispetto all'anno precedente e un nuovo record nel tempo di breakout dei crimini informatici, pari a soli due minuti e sette secondi.

I cyber attacchi sono sempre più diffusi, sofisticati e veloci. I malintenzionati utilizzano tecniche come gli attacchi interattivi con la tastiera e strumenti legittimi per evitare il rilevamento. Per accelerare ulteriormente il ritmo degli attacchi, è possibile accedere alle credenziali in diversi modi, tra cui l'acquisto da broker di accesso sul dark web per poche centinaia di dollari. Di conseguenza, le

organizzazioni non hanno altra scelta che continuare a investire maggiormente nella sicurezza informatica.

Quello della sicurezza informatica non è mai stato un mercato dominato totalmente da un solo operatore. In realtà, considerata la natura idiosincratica degli attacchi nel mondo informativo, non è nemmeno un mercato in cui un singolo operatore ne domina la maggior parte. Poiché le tecnologie, sia nel campo della difesa che in quello dell'attacco, continuano a evolversi, riteniamo che le opportunità di mercato rimangano ancora poco sfruttate da qualsiasi singolo fornitore e che le opportunità di crescita per le aziende specializzate continueranno a svilupparsi per molti anni a venire.

Non è solo la sicurezza informatica a essere importante per la nostra società, ma anche la sicurezza fisica e psicologica. La "gerarchia dei bisogni" del professor Abraham Maslow, pubblicata per la prima volta negli anni '70, descrive il bisogno di sicurezza come uno dei bisogni fondamentali dell'uomo, insieme ai bisogni fisiologici fondamentali di cibo, acqua, calore e riposo. A questi si aggiungono i bisogni psicologici più evoluti, come l'appartenenza, l'autostima e la realizzazione di sé.

Riteniamo che i fattori strutturali come la digitalizzazione in corso della nostra società, l'adozione della robotica e dell'automazione e l'aumento della complessità, della tensione e della disuguaglianza nel mondo rendano la sicurezza e la protezione e tutti gli strumenti e i servizi associati sempre più preziosi e quindi interessanti come investimento a lungo termine.

Sanità innovativa

Con un'aspettativa di vita media globale quasi raddoppiata negli ultimi 100 anni, è evidente che sono già stati compiuti grandi progressi nell'assistenza sanitaria e nei servizi igienici di base. Tuttavia, al di là di questo titolo ottimistico, la realtà è meno rosea. La spesa sanitaria, che oggi rappresenta oltre il 10%⁷ del PIL mondiale e il 17% negli Stati Uniti, ha una tendenza all'aumento nel lungo periodo e molti Paesi sembrano aver raggiunto un limite nell'aspettativa di vita, nonostante la spesa maggiore.

In molti Paesi, inoltre, l'assistenza sanitaria ha costi proibitivi: i trattamenti più avanzati sono disponibili solo per le minoranze più ricche o per le persone molto ben assicurate. Inoltre, nonostante gli ampi budget destinati all'assistenza sanitaria, molti sistemi sanitari nazionali o finanziati dal governo sono carenti di personale e presentano alti tassi di "mortalità evitabile" e "mortalità curabile".⁸

L'opportunità di aumentare l'efficienza, ridurre i costi e migliorare i risultati per i pazienti nel settore sanitario è significativa in ogni fase della catena del valore del settore sanitario. Con la convergenza di tecnologie provenienti da campi diversi, l'informatica si combina con la tecnologia operativa⁹, la biologia e le scienze dei materiali, e compaiono sul mercato nuovi modi innovativi per rilevare e

diagnosticare le malattie, trattare e gestire le patologie e scoprire e sviluppare nuove terapie.

I sistemi che consentono diagnosi più precoci e precise e le sofisticate piattaforme di sviluppo dei farmaci che offrono medicinali personalizzati, magari specifici per un gene, potrebbero consentire al settore sanitario un cambiamento di paradigma, passando dal trattamento e dalla cura dei pazienti a un'epoca in cui la salute viene preservata e la malattia viene prevista in anticipo, consentendo di adottare misure correttive per evitare che la malattia prenda piede. Nel frattempo, l'efficienza digitale può essere raggiunta immediatamente nella gestione degli ospedali, nell'utilizzo delle informazioni sui pazienti e nel modo in cui interagiamo con i nostri fornitori di servizi sanitari.

Con la crescente digitalizzazione delle nostre soluzioni sanitarie, l'automazione, la robotica e l'intelligenza artificiale saranno utilizzate per migliorare l'efficienza e per potenziare le capacità umane nello sviluppo dei farmaci, nella diagnosi delle malattie e nelle procedure chirurgiche. Tuttavia, con l'aumento della digitalizzazione e dell'automazione, diventa sempre più importante garantire che i sistemi siano sicuri e protetti dagli attacchi informatici.



⁷ "Current health expenditure (% of GDP)", The World Bank, aprile 2024.

⁸ "Comparing the NHS to the health care systems of other countries: 5 charts", The King's Fund, giugno 2023.

⁹ La tecnologia operativa (OT) è l'insieme dei sistemi o dispositivi programmabili che interagiscono con l'ambiente fisico (o sistemi che gestiscono dispositivi che interagiscono con l'ambiente fisico). Definizione del National Institute of Standards and Technology, agenzia del Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti.

Soluzioni per il clima

I progressi nel campo della medicina e i rapidi aumenti di produttività durante la rivoluzione industriale hanno determinato una crescita senza precedenti della popolazione mondiale, passata dai 2 miliardi del 1920 agli 8 miliardi di oggi.¹⁰ Con il 57% delle persone che vivono nelle città¹¹ e che oggi generano più dell'80% del PIL mondiale¹², il consumo globale di risorse è stato spinto oltre i confini planetari. Per soddisfare la crescente domanda di risorse, energia e prodotti finiti, dobbiamo ripensare il modo tradizionale di vivere, di fabbricare prodotti e di fornire servizi ai clienti.

Mentre gli effetti del cambiamento climatico diventano sempre più visibili, il passaggio da risorse limitate a risorse rinnovabili sta ridisegnando le attività delle imprese in diversi settori, come l'elettrificazione dei settori dei trasporti, dell'edilizia e dell'industria, per consentire una riduzione delle emissioni su vasta scala. Questa tendenza sta stimolando innovazioni significative e opportunità di investimento nel tema delle "soluzioni climatiche".

Ad esempio, in relazione alla già citata crescita della domanda di tecnologia di intelligenza artificiale, le soluzioni di raffreddamento a liquido stanno consentendo un cambiamento radicale nelle prestazioni di raffreddamento, garantendo un risparmio energetico fino al 50% rispetto alle soluzioni di raffreddamento tradizionali nei data center¹³. Con la connettività che sta acquisendo importanza nel mondo dei consumatori, nella logistica e nel settore manifatturiero, si prevede che i dispositivi Internet of Things (IoT) cresceranno a un tasso annuale composto (CAGR) del 16% tra il 2021 e il 2027. Poiché questi dispositivi sono la pietra miliare di una gestione efficiente delle risorse nell'approvvigionamento idrico, nell'illuminazione e nella gestione dei rifiuti, i fornitori di "soluzioni climatiche" vedono espandersi il loro mercato di riferimento. Infine, la ricerca di punta nel campo delle biosoluzioni offre alternative per le plastiche tradizionali e la bioraffinazione di rifiuti organici e amido, sostenendo la circolarità nell'uso delle risorse naturali e avendo il potenziale per ridurre le emissioni globali dell'8% nel 2030¹⁴.

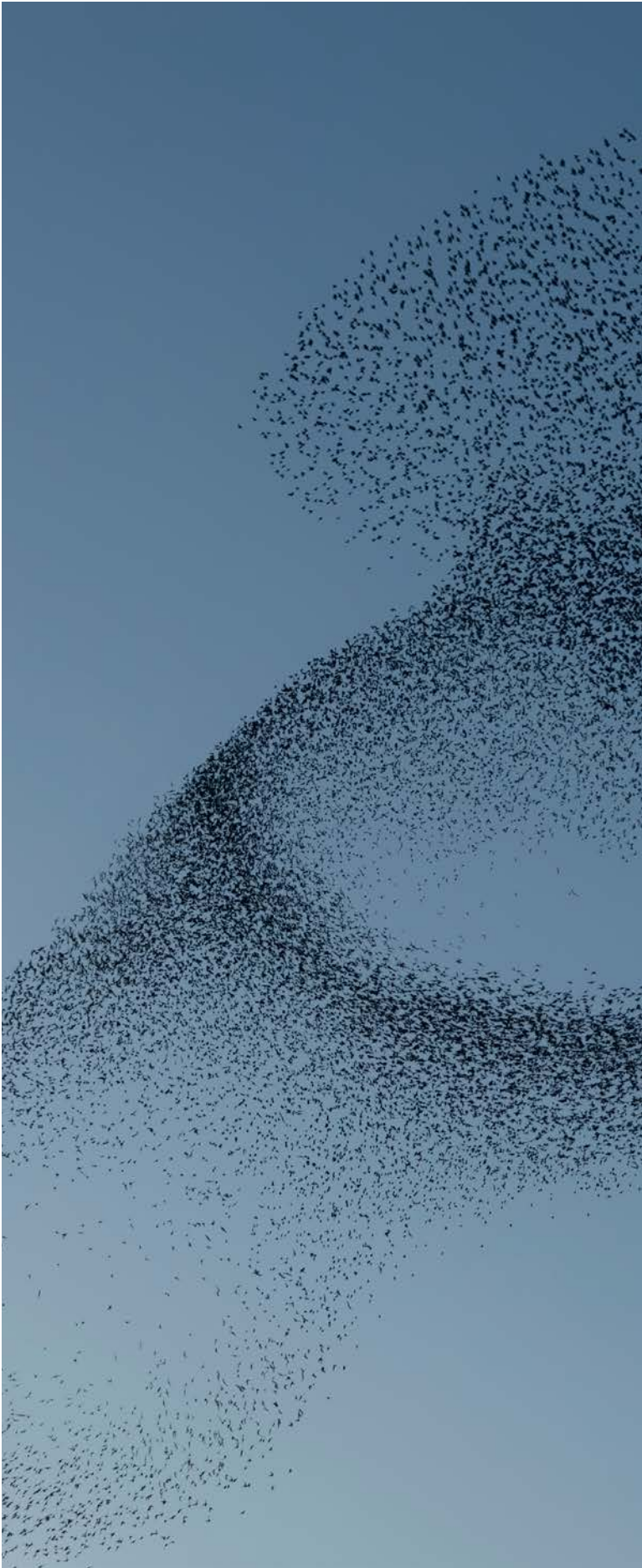
10 "The world population explosion", pubblicazione del National Institutes of Health (NIH) a cura di J. van Bavel, maggio 2013.

11 "Urbanization rate by continent", Statista, gennaio 2024.

12 "Urban Development Overview", The World Bank, aprile 2023.

13 nVent, 28 luglio 2023; Science Direct, 2022.

14 "The era of biosolutions", Novonesis, consultato in data 11 giugno 2024.



Evoluzione energetica

Con l'aumento della popolazione, la domanda di energia, l'accessibilità e la sicurezza dell'approvvigionamento energetico diventano sempre più importanti. Questo è diventato fin troppo chiaro alla luce dei recenti sviluppi geopolitici, che hanno visto un'impennata dei prezzi dell'energia e hanno messo l'indipendenza energetica in cima alle agende politiche. Inoltre, i governi, le aziende e i consumatori si stanno concentrando sempre più sulla mitigazione dei cambiamenti climatici attraverso politiche, modifiche dei processi e cambiamenti nelle preferenze dei consumatori. Passare da un'economia e una società così dipendenti dagli idrocarburi per il proprio fabbisogno energetico a un sistema energetico più pulito ed ecologico è il modo più economico per raggiungere il duplice obiettivo di garantire la sicurezza energetica a prezzi accessibili e di combattere il cambiamento climatico.

Un aspetto fondamentale dell'evoluzione energetica è l'elettrificazione: far funzionare i dispositivi della nostra vita quotidiana con l'elettricità anziché con il petrolio, il gas o il carbone. Pensate a cucinare o riscaldare con l'elettricità, a guidare un veicolo elettrico o ad alimentare un centro dati con energia pulita. L'elettrificazione è facilitata dai rapidi sviluppi tecnologici: l'innovazione nella generazione di energia rinnovabile ne ha abbassato notevolmente il costo, rendendo la generazione di energia eolica e solare competitiva rispetto alle tradizionali forme di energia basate sui combustibili fossili.

L'aumento dell'elettrificazione e la crescente penetrazione delle energie rinnovabili aumenteranno la necessità di spendere per le reti di distribuzione dell'elettricità, rendendole più decentralizzate e in grado di accogliere la trasmissione e la distribuzione bidirezionale su piccola scala. Ciò richiederà non solo investimenti nella tecnologia delle reti intelligenti, ma anche negli elementi costitutivi di una rete resiliente: i materiali critici per la transizione energetica, come il rame e l'alluminio per le connessioni e i cablaggi, il litio, il cobalto, il nichel, il manganese e la grafite per le batterie che consentono di immagazzinare l'elettricità nella rete per i periodi in cui non splende il sole o non soffia il vento, diventeranno beni ricercati. Gli investimenti nella transizione energetica non riguardano solo le energie rinnovabili, le tecnologie pulite o i veicoli elettrici e le relative infrastrutture, ma anche la ricerca di opportunità negli sviluppatori di minerali e nelle aziende di tecnologia chimica.

15 International Renewable Energy (IRENA), "World Energy Transitions Outlook 2023: 1.5o Celsius Pathway", giugno 2023.

Infrastrutture

Un'infrastruttura moderna, resiliente e affidabile è fondamentale per tutti i temi che ho descritto in precedenza. Le infrastrutture sono la spina dorsale di qualsiasi economia. Rappresentano gli elementi costitutivi della nostra civiltà e società. Queste risorse a lungo termine ci permettono di spostare persone e merci, di generare e trasmettere energia, di fornire acqua dolce e di rimuovere i rifiuti, di immagazzinare e condividere dati (elementi multimediali digitali, notizie, cartelle cliniche, informazioni aziendali e governative e così via).

L'esigenza di una sempre maggiore produttività, decarbonizzazione, elettrificazione e digitalizzazione sta guidando gli investimenti infrastrutturali globali. Per evitare cambiamenti climatici catastrofici, il mondo deve raggiungere entro il 2050 le zero emissioni nette di anidride carbonica (CO2) in tutti i settori dell'economia, con particolare attenzione alla produzione di energia, agli edifici, all'industria e ai trasporti.

Ciò significa che gran parte delle nostre centrali elettriche a combustibili fossili dovranno essere smantellate e sostituite con centrali idroelettriche, impianti eolici, solari, di energia del moto ondoso e con forme più sicure di energia nucleare. Secondo IRENA, il numero di auto elettriche crescerà fino a oltre 2 miliardi entro il 2050, e questo dipenderà dalla diffusione globale delle infrastrutture di ricarica. Nelle case e negli uffici si prevede che il numero di pompe di calore crescerà fino a circa 800 milioni entro il 2050¹⁵.

L'inarrestabile aumento dei volumi di dati e la richiesta di connessioni dati ultraveloci per supportare la guida autonoma e qualsiasi applicazione dell'intelligenza artificiale richiedono l'espansione delle reti 5G e delle reti fisse in fibra, oltre a un enorme numero di data center.

Fari puntati sui vincitori di domani

La disruption sta portando molti settori dell'economia verso l'età dell'oro dell'innovazione. I megatrend sono potenti tendenze a lungo termine che attraversano il ciclo economico e le turbolenze a breve termine dei mercati azionari. Presentano caratteristiche di crescita secolare che possono fornire un vantaggio alle strategie d'investimento.

Tuttavia, è necessaria una certa cautela. Sebbene le prospettive a lungo termine possano essere convincenti, quelle a breve termine sono più impegnative.

Il ciclo economico, la politica, i tassi di interesse, le tasse, la regolamentazione, le controversie commerciali e altro ancora, possono portare la performance fuori rotta nel breve termine. Tuttavia, se la tesi tematica di lungo periodo rimane solida e le fondamenta di un'azienda sono integre e solide, i periodi di sottoperformance possono spesso essere visti come un'opportunità di acquisto.

In alcuni temi e mercati, questo potrebbe essere il caso attuale. La guerra ha messo in secondo piano l'energia pulita e le preoccupazioni ambientali. Il COVID ha causato una devastante perdita di vite umane, ma ha anche gravato sul settore sanitario con un debito significativo, tanto che oggi la spesa per soluzioni sanitarie innovative e digitali rimane a livelli molto bassi. Poiché il nostro approccio "pure-play" conferisce a tutte le nostre strategie un'esposizione

ragionevole alle società più piccole, gli ultimi 18 mesi si sono svolti in un contesto difficile per molte di esse, con l'aumento dei tassi di interesse che ha avuto un impatto sproporzionato sulla valutazione delle società small-cap rispetto alle società large-cap e mega-cap.

Ma tra le sfide a breve termine c'è sempre la promessa di un'opportunità a lungo termine. Gli investitori devono identificare i temi corretti a lungo termine e individuare le innovazioni chiave che possono generare il massimo valore nel periodo di disruption creativa.

Quando i settori si trovano ad affrontare cambiamenti dinamici, le aziende reagiscono, si ristrutturano e si adattano, e spesso i governi e le autorità di regolamentazione intervengono per cambiare il corso naturale delle cose. Mentre le opportunità per alcune aziende proliferano, gli operatori storici possono trovarsi ad affrontare sfide sempre più grandi. Per selezionare i campioni a lungo termine ed evitare gli inevitabili perdenti, l'investitore tematico deve comprendere il settore e le tecnologie a livello fondamentale ed essere altamente selettivo.

Data l'urgenza e la persistenza dei megatrend, i temi di lungo termine sopra indicati possono tutti offrire il potenziale di rendimenti superiori al mercato nel corso di un ciclo di mercato e possono rappresentare un'opportunità interessante per gli investitori pazienti.



Una transizione al tiro alla fune

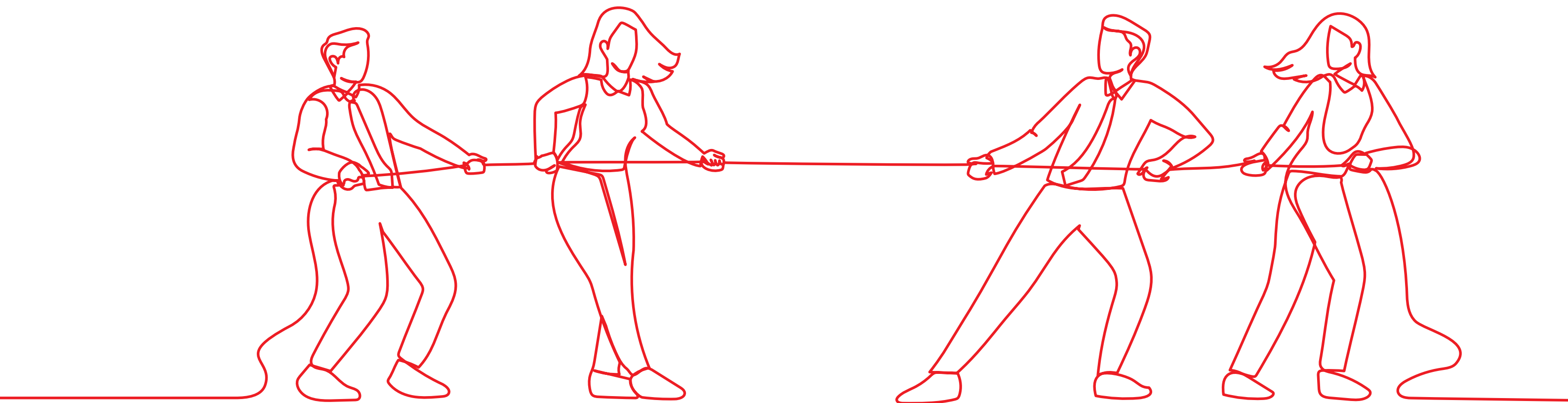
In che modo le aziende energetiche dovrebbero allocare la spesa in conto capitale e percorrere al meglio il cammino verso le zero emissioni nette



Ellis Eckland
Senior Investment Analyst,
Portfolio Manager



Lucy Thomas
AM Head of Sustainable
Investing



Il mondo è alle prese con il duplice imperativo di ridurre le emissioni di anidride carbonica e garantire la sicurezza energetica, il che significa che i colossi dell'energia si trovano di fronte a un bivio. Lucy Thomas e Ellis Eckland valutano le dinamiche del tiro alla fune sulla spesa in conto capitale (Capital Expenditure, CapEx: rappresentano flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa) che si sta verificando all'interno dei dipartimenti finanziari e di strategia aziendale degli operatori storici del settore energetico.

Cosa c'entra però il popolare gioco di forza molto in voga nei secoli scorsi con le spese di capitale di un'azienda energetica? Capiamolo meglio. La percezione che gli investitori hanno dei loro orizzonti temporali e delle loro priorità gioca un ruolo significativo nella loro disponibilità ad adottare pratiche di investimento sostenibili per il cambiamento climatico.

Da un lato, alcuni investitori value tradizionali danno priorità agli effetti a breve termine a scapito di quelli a lungo termine. Questo non si riferisce solo all'assegnazione di priorità dei rendimenti e dei dividendi a breve termine, ma mette in evidenza che alcuni investitori non sono in grado di considerare l'urgenza di investire a lungo termine senza una minaccia immediata. Abbiamo visto gli investitori modificare i loro processi in caso di eventi simili a guerre o pandemie, ma l'urgenza della crisi climatica non scatena la stessa reazione di paura.

Dall'altro, un gruppo distinto di investitori sostenibili e di organizzazioni non governative (ONG) è in grado di agire rapidamente, dando priorità ai propri investimenti in linea con il raggiungimento degli obiettivi climatici. Le compagnie petrolifere storiche si trovano quindi in bilico tra gli investitori sostenibili e le ONG (che hanno ricevuto una grande attenzione da parte dei media) che chiedono una transizione

rapida e i tradizionali investitori di valore che si preoccupano della distruzione di valore spesso associata a strategie di transizione aggressive.

In effetti, alcuni colossi europei offrono numerosi esempi recenti di decisioni inadeguate in materia di allocazione del capitale. BP è stata la prima grande società petrolifera a impegnare un capitale significativo nelle energie rinnovabili attraverso investimenti in progetti solari ed eolici. In particolare, nel 2001 hanno lanciato una campagna da 200 milioni di USD per trasformare BP in Beyond Petroleum e nel 2005 hanno fondato BP Alternative Energy per consolidare le loro attività a basse emissioni di carbonio. Questi progetti le hanno fatto perdere oltre 8 miliardi di USD¹. Secondo alcune stime, se il capitale fosse stato investito al costo del capitale attraverso il petrolio e il gas o il riacquisto di azioni, il prezzo delle azioni BP sarebbe stato superiore di circa il 45%. Casi come questo sottolineano l'importanza di considerare le realtà pragmatiche prima di tuffarsi.

Sembra esserci anche un notevole distacco tra le dichiarazioni pubbliche dei governi sulla riduzione della produzione di combustibili fossili per affrontare i cambiamenti climatici e le loro politiche e piani effettivi che continuano a sostenere e incentivare l'aumento dell'estrazione e dell'uso di combustibili fossili. Nonostante 151 governi nazionali si siano impegnati a raggiungere l'obiettivo delle zero emissioni nette, da un importante

rapporto del Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP) è emerso che i governi a livello globale prevedono di produrre circa il 110% in più di combustibili fossili nel 2030 rispetto a quanto sarebbe compatibile con la limitazione del riscaldamento a 1,5 °C².

Un altro gruppo di parti interessate che contribuisce all'intensità di questo tiro alla fune sono i consumatori. Se da un lato sembra esserci una generale apertura dei consumatori e una domanda di soluzioni energetiche sostenibili per sostituire i combustibili fossili, dall'altro le preoccupazioni relative all'accessibilità economica di questa nuova tecnologia potrebbero far prevalere il desiderio di una transizione rapida. Con la costante prevalenza della povertà energetica³ e del costo della vita post-pandemia, i consumatori sono alla ricerca di garanzie in materia di protezione e assistenza prima che il loro sentiment possa trasformarsi in azione.

Quindi, mentre ci avviciniamo al 2030 e alla scadenza di alcune ambizioni climatiche, si dovranno prendere decisioni difficili e compromessi impegnativi. Come possono queste aziende energetiche, che sono fondamentali per guidare la transizione energetica globale, bilanciare gli interessi contrastanti della sostenibilità ambientale, della redditività economica e della sicurezza energetica, quando decidono dove allocare le loro spese in conto capitale (CapEx)?

¹ [The renewable energy strategies of oil majors](#), Energy Strategy Reviews, novembre 2019.

² [Production Gap Report](#), UNEP, novembre 2023.

³ [Annual fuel poverty statistics in England](#), Department for Energy Security and Net Zero, 15 febbraio 2024.

Realismo pragmatico

Questo tiro alla fune sarebbe meno impegnativo se entrambe le squadre mollassero per un attimo la fune e facessero un passo indietro per esaminare gli attuali progressi verso gli obiettivi di zero netto e la riduzione dell'uso di combustibili fossili. Entrambe le parti scoprirebbero che è necessario affrontare molte dure verità prima di riprendere il gioco.

In primo luogo, come afferma Vaclav Smil, l'obiettivo globale di zero emissioni nette di carbonio entro il 2050 è improbabile a causa della nostra attuale dipendenza dai combustibili fossili⁴. La domanda di combustibili fossili non sta diminuendo con la rapidità prevista e si è stati irrealisticamente ottimisti sul percorso da seguire per raggiungere questi obiettivi. Inoltre, "la velocità, la scala e le modalità (tecniche, economiche, sociali e politiche) sarebbero storicamente senza precedenti". Non possiamo paragonare questa transizione a nessuna delle precedenti transizioni energetiche che abbiamo affrontato. Mai in una precedente transizione energetica abbiamo effettivamente ridotto l'uso del carburante precedente, né siamo mai passati a una forma meno densa di energia.

Ad esempio, stiamo ancora utilizzando la maggior quantità di legno che abbiamo mai usato (le energie tradizionali da biomassa hanno fornito ancora circa il 5% dell'energia primaria mondiale nel 2020)⁵, nonostante la transizione sia iniziata oltre 100 anni fa. Con l'attuale transizione verde, non solo vogliamo introdurre le energie rinnovabili, ma vogliamo ridurre l'uso di carbone, petrolio e gas, non entro 100 anni, ma entro 30 anni. Questo rende il compito nove volte più difficile.

Ancora più impegnativo è il fatto che, secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), non abbiamo ancora raggiunto il picco del consumo globale di combustibili fossili e si prevede che lo raggiungeremo solo nel 2030.⁵ La portata di questa disruption deve coprire un periodo di tempo molto breve. Inoltre, la creazione dell'infrastruttura per le energie rinnovabili, comprese le batterie e i veicoli elettrici (EV), richiede molta energia. In effetti, la Cina produce la maggior parte dei nostri pannelli solari e delle turbine eoliche, e per farlo utilizza il carbone (la fase più intensa del processo di produzione dei pannelli solari avviene in una regione cinese in cui il carbone rappresenta il 77% della produzione di energia elettrica)⁶. Una nota positiva è che riteniamo che la produzione di carbone in Cina raggiungerà presto il picco massimo e le emissioni dovrebbero iniziare a diminuire di conseguenza⁷.

In definitiva, le soluzioni rapide e semplici non funzionano. Tagliare troppo rapidamente la produzione di combustibili



fossili non è solo sempre più difficile, vista la forte domanda, ma anche controintuitivo. Se si tagliano troppo rapidamente i combustibili fossili, questi potrebbero diventare estremamente costosi e causare un forte shock economico. Ciò danneggerà i consumatori e avrà potenziali effetti a catena. Ad esempio, quando le persone sono preoccupate di perdere il lavoro, tendono a preoccuparsi meno del clima. Inoltre, se la Cina taglia il carbone, che utilizza per creare pannelli solari e turbine eoliche, è probabile che il costo delle rinnovabili aumenti. Le persone non sembrano essere pronte per questo. Considerando ciò che è fattibile nella pratica, gli investitori possono bilanciare alcune delle voci provenienti da entrambe le parti e affinare di conseguenza le loro aspettative di allocazione delle loro spese in conto capitale (CapEx).

I compromessi della transizione

Facendo un passo indietro, emerge una visione più chiara di dove gli operatori storici del settore energetico dovrebbero posizionare le loro spese in conto capitale (CapEx). Sebbene riteniamo che qualsiasi percorso di transizione offra opportunità di rendimento positivo, non è facile trovare un equilibrio.

Per cominciare, le società petrolifere e del gas devono avere strategie con una forte logica industriale e un potenziale di rendimento accettabile per gli azionisti. Sebbene la transizione rappresenti un cambiamento radicale per l'industria dell'energia, le realtà commerciali implicano che qualsiasi investimento deve avere un senso per l'azienda. Come negli esempi precedenti di BP, gli operatori di mercato si sono preoccupati di investimenti non competitivi e hanno venduto le azioni.

Un po' di conforto può venire dal fatto che le reazioni degli investitori non sono universalmente negative alle strategie di transizione aggressive; alcuni dei primi leader, come Neste e Orsted, sono stati beniamini del mercato nonostante l'abbandono quasi totale dei combustibili fossili. Perché? Perché avevano strategie chiare basate su vantaggi competitivi ampiamente riconosciuti.

Gli operatori storici potrebbero quindi prendere in considerazione la possibilità di tagliare gli investimenti di capitale di alto livello nelle attività a monte, in modo da ridurli nel tempo, investendo contemporaneamente in settori finora più di nicchia della transizione energetica, dove hanno un reale vantaggio competitivo. Un modo per accertare come e dove si trovino questi elementi è quello di esaminare le domande di brevetto. Un dato spesso trascurato è il numero di brevetti green depositati dagli operatori storici dell'energia (secondo alcuni studi, ne producono di più e di qualità superiore)⁸.

Sappiamo che questo è vero quando si tratta di biocarburanti, ambito in cui i colossi petroliferi tendono ad avere posizioni molto forti, in quanto richiedono competenze di raffinazione molto simili a quelle delle loro raffinerie fossili, o di cattura e stoccaggio del carbonio (CCS), ambito in cui le compagnie petrolifere lo fanno da oltre 40 anni e hanno un'immensa esperienza. Per raggiungere uno scenario delle zero emissioni nette entro il 2050, l'attività di CCS deve espandersi di 120 volte per compensare circa il 45% delle emissioni⁹. Si tratta di un settore in cui le aziende produttrici di combustibili fossili dovrebbero assumere un ruolo guida, dato il loro vantaggio competitivo. La prevalenza di normative di sostegno e la capacità di offrire la "cattura del carbonio come servizio" costituiranno un grande vantaggio per i colossi del settore o per chi ha un vantaggio competitivo.

In ultima analisi, i progetti energetici innovativi possono essere intrinsecamente più rischiosi rispetto agli investimenti tradizionali per due ragioni principali e riteniamo che ciò debba riflettersi in tassi di sconto più elevati per i progetti di estrazione di combustibili fossili.

In primo luogo, è aumentato il rischio di non recupero o di obsolescenza degli asset delle compagnie petrolifere e del gas a causa dei progressi tecnologici. A parte la politica green, c'è il rischio che, con la migrazione dei migliori talenti scientifici verso posti di lavoro nell'innovazione della tecnologia green, le nuove soluzioni possano rendere il petrolio e il gas costosi e obsoleti, rendendo gli asset non recuperabili. Prevediamo che la combinazione di energia solare ed elettrolizzatori a basso costo per l'idrogeno pulito sia il rischio più grande per i combustibili fossili.

La seconda questione riguarda la licenza sociale dei colossi petroliferi. Una parte del mondo incolpa queste aziende per il cambiamento climatico, creando un ambiente favorevole all'aumento del rischio politico. Nel peggiore degli scenari, che rimane comunque possibile, un politico scontento potrebbe usare questo aspetto come giustificazione per nazionalizzare i propri asset. Il rischio politico è quindi estremamente elevato e i rendimenti devono essere compensati da tassi di sconto più elevati. Per contestualizzare questo dato, riteniamo che, grazie alla combinazione di questi fattori, le società del settore petrolifero e del gas siano rischiose almeno quanto i mercati di frontiera, per i quali è previsto un tasso di sconto del 20%.

Nonostante il declino dei colossi europei, con l'affinamento delle loro strategie e l'integrazione di una maggiore logica industriale, la situazione potrebbe invertirsi. Esiste anche un effetto di fase temporanea, in cui gli investitori utilizzano gli stessi multipli storici pur considerando i flussi di cassa più bassi delle rinnovabili. Dopo qualche anno, potrebbero rendersi conto che anche il tasso di sconto è diminuito, rendendo il valore meno distruttivo rispetto ai calcoli iniziali.

Inoltre, le principali società energetiche potrebbero versare liquidità agli investitori che potrebbero a loro volta riallocarla su interessanti soluzioni climatiche in altre parti del mercato. Ciò potrebbe includere i riacquisti di azioni proprie, che negli ultimi anni hanno registrato un'impennata nel numero. Riteniamo che una forte disciplina del capitale e l'investimento in settori in cui queste società presentano vantaggi competitivi siano la chiave di una strategia di successo per gli azionisti.

4 [Halfway Between Kyoto and 2050: Zero Carbon Is a Highly Unlikely Outcome](#), Vaclav Smil, 2024

5 [World Energy Outlook](#), The IEA, ottobre 2023

6 [The True Cost of Chinese Solar Panels](#), Time, 18 gennaio 2024.

7 [China's emissions set to fall in 2024 after record growth in clean energy](#), Carbon Brief, 13 novembre 2023.

8 [The ESG - Innovation Disconnect: Evidence from Green Patenting](#), European Corporate Governance Institute, 11 gennaio 2021.

9 [Scaling the CCUS industry to achieve net-zero emissions](#), McKinsey & Company, 28 ottobre 2022.



Transizione rapida e lenta

Il suggerimento di una transizione più lenta è indubbiamente scoraggiante, ma storicamente sono sorti problemi quando le aziende hanno effettuato una transizione troppo rapida. Abbiamo anche visto che questo non va bene al management delle aziende per paura che gli investitori fuggano. Steven Chu (ex Segretario all'Energia degli Stati Uniti sotto l'amministrazione Obama) ha raccontato la sua esperienza di consulente di Shell per la transizione energetica: la pressione sul prezzo delle azioni è aumentata a causa di obiettivi più ambiziosi rispetto a quelli dei concorrenti, nonostante la maggior parte dei suoi investimenti in petrolio e gas.¹⁰ In seguito, a marzo, hanno abbandonato un importante obiettivo climatico. Chu sottolinea giustamente che, mentre le temperature globali hanno superato i record per 11 mesi consecutivi, i mercati continuano a punire le aziende che effettuano investimenti green.

La transizione energetica è un percorso irreversibile e gli operatori storici del settore energetico devono continuare ad adattare le loro strategie sulle spese in conto capitale (CapEx) per allinearsi. L'urgenza e la portata del problema rendono difficile qualsiasi grado di tolleranza. Eppure abbiamo bisogno che gli operatori storici svolgano un ruolo chiave nella decarbonizzazione della società.

A nostro avviso, il futuro vedrà probabilmente un portafoglio energetico più diversificato, con una costante transizione dai combustibili fossili alle fonti rinnovabili. Se le aziende produttrici di combustibili fossili propongono strategie convincenti che si impegnano a realizzare un piano di riduzione, a non creare nuove riserve e a garantire rendimenti agli azionisti, è possibile porre fine a questo tiro alla fune con strette di mano da parte di tutti.



¹⁰ Steven Chu: 'Wall Street analysts are totally amoral' on climate, Financial Times, 27 maggio 2024.



Sopravvivenza nomade

Intervista con Gaia Vince



Lucy Thomas
AM Head of Sustainable
Investing



Gaia Vince
Giornalista inglese sui temi
della sostenibilità e autore
di saggistica



Il cambiamento climatico è destinato a sconvolgere vite, mezzi di sussistenza e, in ultima analisi, economie e mercati finanziari. Abbiamo intervistato l'autrice Gaia Vince per scoprire come pensa che le società possano adattarsi al meglio alle sfide e alle nuove realtà.

Mentre sopportiamo le estati più calde mai registrate e assistiamo a eventi meteorologici estremi con crescente regolarità, i cambiamenti del nostro clima sono ineluttabili. Un'intellettuale che affronta in dettaglio queste implicazioni è Gaia Vince, autrice scientifica, ricercatrice senior onoraria presso l'Anthropocene Institute dell'University College di Londra e membro fondatore del Climate Migration Council. È autrice di *Adventures in the Anthropocene* e *Transcendence*.

L'ultimo libro di Vince, *Nomad Century*, valuta l'impatto del cambiamento climatico sulla popolazione del nostro pianeta e definisce un piano per affrontare l'attuale mondo post-cambiamento climatico.

La rilevanza per gli investitori e gli allocatori di capitale deriva dalle sistemiche implicazioni

geopolitiche che una migrazione di massa attraverso Paesi e continenti potrebbe causare. L'ultimo Risk Report del World Economic Forum cita la polarizzazione della società, i conflitti armati tra stati, la mancanza di opportunità economiche e la migrazione involontaria tra i dieci rischi principali dei prossimi due anni. Si tratta di questioni chiaramente complesse e intrecciate tra loro, ma che stanno influenzando l'economia globale in questo momento.

Finora la maggior parte dell'attenzione sul rischio climatico per l'ambiente costruito si è concentrata sul rischio fisico, ma Vince indica anche una dinamica sociale più subdola che potrebbe sconvolgere e distruggere le comunità: la sottile e poco visibile spirale negativa del magnetismo economico a cui sono soggetti paesi, città e luoghi. Ciò potrebbe avere enormi implicazioni per le decisioni aziendali di pianificazione della forza lavoro, per la prosperità economica locale e regionale e per gli investitori in progetti immobiliari e infrastrutturali.

Antropocene è un termine utilizzato per descrivere l'attuale epoca geologica, caratterizzata dall'impatto significativo delle attività umane sulla geologia e sugli ecosistemi della Terra.

Si ritiene che l'Antropocene sia iniziato a metà del XX secolo, quando le attività umane come l'industrializzazione, la deforestazione e la combustione di combustibili fossili hanno iniziato a causare cambiamenti significativi al clima, alla geologia e alla biodiversità della Terra.

Anche se alla fine ha esposto una visione positiva, Nomad Century dipinge un quadro piuttosto distopico di come potrebbe svilupparsi la crisi climatica. Potrebbe fornire una panoramica delle disruption che il cambiamento climatico potrebbe infliggere alle comunità, agli habitat e alla società?

Collaboro con gli scienziati del Met Office del Regno Unito per fare associazioni su ciò che ci aspettiamo in termini di eventi estremi. Ho chiamato questi eventi i *Quattro cavalieri dell'Antropocene*. Sono i fattori di rischio per l'abitabilità umana: calore, incendi, inondazioni e siccità. La siccità, che minaccia l'agricoltura, deriva principalmente dal calore, che uccide anche direttamente le persone. L'aria calda trattiene più umidità e le conseguenti inondazioni e incendi danneggiano le economie, colpendo i mezzi di sostentamento e la vita delle persone.

Mentre ampie regioni del mondo diventano sempre più invivibili, le parti più vivibili saranno principalmente quelle verso nord. Assisteremo quindi a una migrazione non solo di persone, ma anche di investimenti di capitale, competenze infrastrutturali, risorse, produzione agricola e industriale. Tutto inizierà a spostarsi verso nord. Attualmente la migrazione climatica avviene principalmente all'interno dei Paesi. Ma sempre più spesso il fenomeno si svolgerà al di là dei confini, delle regioni e dei continenti.

Spesso parliamo di cambiamento climatico in termini di mitigazione e adattamento. Lei spera che possiamo adattarci come specie attingendo ad alcune delle nostre tendenze nomadi primordiali. Può spiegarsi meglio?

Sì, dobbiamo mitigare e dobbiamo evitare di peggiorare le cose. Ciò richiede una decarbonizzazione molto più rapida: non solo dei nostri sistemi energetici, ma anche dei nostri sistemi agricoli e del modo in cui sfruttiamo la terra.

Dobbiamo anche essere pragmatici. Ciò implica vari tipi di adattamento, uno dei quali consiste gestire in modo mirato i flussi di persone prima che la situazione diventi catastrofica. Una volta che le persone vengono evacuate, si tratta di un fallimento della gestione. Dovremmo tenere conto dell'età delle persone che emigrano. In genere, ciò avviene tra la tarda adolescenza e i 30 anni. Si spostano per istruzione, lavoro, apprendistato, formazione, curiosità o amore. E vanno anche perché tutti gli altri vanno, il che rende questo aspetto importante anche da un punto di vista di formazione della rete.

Penso che dobbiamo parlarne e indirizzare le nostre infrastrutture, gli investimenti e le strategie industriali verso luoghi più sicuri. Ciò comprenderà la trasformazione delle città in città, l'espansione delle città esistenti e la costruzione di città completamente nuove.

Nel libro lei parla ampiamente dell'opportunità di colmare le principali lacune industriali strategiche relative al clima e alle soluzioni basate sulla natura. I migranti possono aiutare a colmare alcune di queste lacune?

Assolutamente sì. Le persone si spostano per lavoro, e generalmente si spostano dove si trova lavoro. Quindi non credo che sia un problema. Ma abbiamo bisogno di una guida migliore da parte dei nostri leader. Negli ultimi tempi si è diffuso troppo il principio degli anni '90 secondo cui bisogna lasciar fare ai mercati. Penso che abbiamo bisogno di un governo più grande. Dobbiamo affrontare il fatto che è necessario gestire i flussi di migrazione. Non c'è stata una sola transizione industriale, e certamente non una transizione energetica, senza un considerevole investimento e una direzione da parte dello stato.

Quale ruolo vede svolgere al settore privato?

Il settore privato vuole la certezza della direzione governativa su tutti questi aspetti. Non vogliono che si faccia dietro front sulle politiche. Non vogliono investire nel solare per poi scoprire che il governo ha deciso di sovvenzionare nuovamente il gas. Perché dovrebbero investire?

Lo stesso vale per l'immigrazione. Ho parlato con molti leader del settore che cercano migranti e certezze nelle loro decisioni di pianificazione della forza lavoro. Vogliono anche migliori programmi di qualificazione e formazione

per le popolazioni esistenti e nuove, perché è difficile e costoso per loro fare investimenti in queste nuove aree. E vogliono anche la certezza normativa. La standardizzazione tra le nazioni è così importante, non solo a livello regionale ma anche globale. Contribuisce alla modularizzazione delle nostre catene del valore energetico, che riduce i costi e aumenta la produzione.

I nostri lettori prendono decisioni di allocazione del capitale e pensano a rischi e opportunità. Cosa devono sapere?

Con la decarbonizzazione, abbiamo superato un punto di svolta. L'energia sarà prodotta da fonti rinnovabili e, alla fine, interamente da fonti che non emettono carbonio. La rapidità con cui ciò avverrà è ancora da stabilire. Ma significa che l'investimento nei dipendenti dai combustibili fossili è molto più rischioso e potrebbe non portarla a guadagni a lungo termine.

Molte di queste tecnologie nascenti offrono enormi opportunità: dalla biotecnologia per la produzione di alimenti e materiali ai nuovi modi di generare e immagazzinare energia fino alle nuove infrastrutture di rete. Ma ci sono dei rischi, ovviamente. Non tutte queste iniziative si trasformeranno in enormi guadagni, quindi il settore pubblico deve essere coinvolto per mitigare alcuni rischi. Tuttavia, c'è un valore nell'investire in cose che effettivamente portano benefici all'umanità.

Alcuni fondi pensione ora ritengono che, sebbene il loro dovere sia quello di fornire una pensione, non ha senso fornire una pensione in un mondo in cui non vale la pena vivere.

Penso che sia molto valido. Per qualche motivo, possiamo essere imbarazzati da questo tipo di sistema di valori, forse

a causa della crescente secolarizzazione. Questo tipo di valori dovrebbe trascendere qualsiasi sistema di credenze. Dovremmo sapere cosa è giusto fare e provare soddisfazione nel trascorrere la nostra vita in modo produttivo. Altrimenti, stiamo solo facendo soldi per altre persone.

Un mondo in preda al clima, alle disuguaglianze e all'ingiustizia è un luogo più spaventoso, e il rischio non riguarda solo la nostra sicurezza personale, ma anche la nostra ricchezza.

Cambiare la nostra mentalità sulla migrazione richiede ovviamente un cambiamento massiccio. E le persone con determinati orientamenti politici potrebbero essere più aperte di altre. Come vede questa sfida?

Viviamo in un momento piuttosto insolito, in cui la narrazione della migrazione è stata orientata e dominata da racconti populistici. Abbiamo avuto la Brexit in Gran Bretagna, che è stata un utile trampolino di lancio per Trump. E abbiamo anche assistito all'ascesa del populismo in tutta l'UE e nel mondo.

La narrativa populista non è cambiata. È una negazione della complessità di tutto e una distillazione di tutti i problemi della società in semplici slogan, e quando ciò non riesce, consegue la demonizzazione dei gruppi minoritari emarginati, ovviamente immigrati impotenti.

Potrebbe approfondire come questa negazione della complessità attraverso il populismo porti all'emarginazione di questi gruppi?

Sì: gli immigrati vengono incolpati per i fallimenti della politica. Se c'è una carenza di alloggi o le persone devono aspettare più a lungo per le cure mediche, si suppone che ciò sia dovuto all'immigrazione. Ma se si va a fondo, il problema è spesso l'incapacità dello Stato di fornire alloggi sufficienti per la popolazione esistente, per non parlare dell'aumento della popolazione.

Il punto è che la narrativa populista non aiuta l'economia. La maggior parte delle economie ha bisogno di una maggiore immigrazione. In effetti, uno studio ha dimostrato che le contee statunitensi con maggiori livelli di immigrazione hanno registrato un aumento del 57% della produzione manifatturiera pro capite, un aumento fino al 58% dei valori delle aziende agricole e persino un aumento del 20% dei redditi medi e del livello di istruzione.¹ Un altro ha concluso che l'immigrazione negli Stati Uniti tra il 1990 e il 2007 ha aumentato il salario medio di 1500 USD.²

1 Immigrants, Productivity, and Labor Markets, G. Peri, Journal of Economic Perspectives, Vol. 30, No. 4, Autunno 2016 (P. 3–30).

2 Immigrants and the Making of America, Sandra Sequeira, Nathan Nunn, Nancy Qian, The Review of Economic Studies, Volume 87, Issue 1, gennaio 2020, P. 382–419.

Gran parte del nostro successo come specie globalizzata e industrializzata è il fatto che ci muoviamo in modo cooperativo e creiamo queste fusioni di tecnologie e idee. Questa è l'origine delle città. Queste, le università e tutti i centri di eccellenza sono interamente costruiti sull'immigrazione.

Viviamo anche in un momento in cui la maggior parte dei Paesi del Nord sta subendo questo enorme declino demografico; non si stanno facendo abbastanza bambini per sostenere la nostra popolazione che invecchia. Come si può invertire la tendenza? Si potrebbe provare a pagare le donne per avere più figli, ma non funzionerebbe. L'unica cosa che funziona è l'immigrazione. Questo non significa che l'immigrazione non porti problemi. Bisogna investire in essa e trattarla come qualsiasi altro investimento. È necessario anche un investimento sociale. Parte di questo consiste nell'investire in progetti che aiutino le competenze linguistiche e l'apprendimento culturale, non solo per gli immigrati, ma anche per la popolazione esistente.

Una migliore pianificazione è un grande messaggio del libro, sia da parte del governo che degli investitori. Quindi, quando investono in asset fisici, come dovrebbero pensare gli investitori alla loro posizione?

Si tratta di un aspetto molto importante, che riguarda la demografia e la sicurezza climatica future del luogo in cui si sta investendo. Alcuni luoghi stanno letteralmente diventando inassicurabili, perché il settore assicurativo riconosce che sono troppo rischiosi, come alcune zone della California, della Florida e dell'Europa. Questo crea degli obblighi, sia che si tratti di prestiti che di investimenti. Dobbiamo essere pragmatici nel decidere quale luogo abbandonare e quale scegliere per adattarci e crescere. Il clima sposta le aziende in luoghi di crescita con una forza lavoro in aumento e una maggiore vivacità della comunità e dell'innovazione.

Quando si investe in asset, bisogna anche assicurarsi che siano adatti alle nuove condizioni in cui viviamo. Non si possono prendere decisioni di investimento senza considerare l'ambiente drasticamente trasformato dei prossimi decenni: l'ambiente fisico, l'ambiente biologico ed ecologico, ma anche l'ambiente umano.

Ci sono molte ricerche sugli edifici e sulle infrastrutture, in termini di come proteggerli dal rischio climatico fisico. Ma l'elemento umano è una nuova e affascinante dimensione.

È fondamentale anche se la sua attività non è interessata. Diciamo che l'economia dell'area si basa sull'agricoltura e che l'agricoltura è in declino o è scomparsa a causa del

cambiamento climatico. O le persone saranno troppo povere per mantenere le altre attività o inizieranno a trasferirsi. E poi la comunità entra in una spirale che porta alla scomparsa. Pochissime imprese possono sopravvivere in una città che si sta spopolando e morendo.

Lo abbiamo visto con la Rust Belt. Ora il processo si sta invertendo in qualche misura, ma con il carbone e le città minerarie, questo tipo di scomparsa non riguarda solo i minatori. È molto più estesa.

In queste situazioni, gli investitori devono prendere una decisione. Si potrebbe decidere che è un buon posto perché può offrire un settore alternativo. Potrebbe essere una grande opportunità, se si può investire nel necessario trasferimento di competenze. Oppure si potrebbe riconoscere che non è appropriato a causa dell'ambiente in cambiamento e che il luogo dovrebbe essere lasciato morire. Queste sono le decisioni che le persone devono prendere. Viviamo in tempi molto volatili.

L'utilizzo del suolo è una parte massiccia della crisi climatica e della transizione energetica. Come deve cambiare il nostro rapporto con il suolo?

Si tratta di un aspetto fondamentale, che non viene preso in considerazione molto spesso. La scelta del tipo di sfruttamento del suolo è cruciale perché molte delle equazioni, che si tratti di biocarburanti, di ripristino ecologico o di cibo, sono scelte che devono essere fatte in relazione alla stessa superficie.

Mentre cerchiamo di avere più rendimento sui singoli pezzi di terra, una soluzione risiede nella transizione energetica. Una volta aumentata la produzione di energia rinnovabile, dal solare e dall'eolico alla geotermia profonda, potremo utilizzare i terreni marginali o desertici per fare ogni sorta di cose, tra cui l'agricoltura e la generazione di energia.

E la cosa più bella è che molti di questi terreni si trovano in zone molto povere, quindi alcune delle persone più povere del mondo dovrebbero beneficiarne. Ma abbiamo bisogno di strategie, politiche e regolamenti per garantire che questo non diventi l'ennesimo sfruttamento coloniale.





Colmare il vuoto

Breve storia (e futuro) di disruption sul
fronte del credito



Kevin Lawi
Portfolio Manager, Credit
Investments Group



John Popp
Global Head Credit
Investments Group



Eduardo Rulli
CIO e Head of
UBS Hedge Fund Solutions



Rodrigo Trelles
Co-Head of O'Connor Capital Solutions



Baxter Wasson
Capital Solutions,
Portfolio Manager,
O'Connor

Mentre la crisi finanziaria globale del 2008 ha accelerato notevolmente la crescita del credito privato, dove sta portando la disruption del credito bancario?



L'acquisizione di BankAmerica Corp da parte di NationsBank, per un valore di 65 miliardi di USD, avvenuta nel 1998, è tuttora la più grande operazione di sempre di M&A nel settore bancario. L'entità risultante dalla fusione, che assunse il nome di Bank of America, creò un gigante finanziario con un patrimonio di quasi 575 miliardi di USD, che all'epoca serviva più di 30 milioni di clienti e due milioni di aziende.¹ All'epoca divenne immediatamente la banca più grande degli Stati Uniti per patrimonio ed esemplifica un periodo in cui le dimensioni erano un fattore decisivo.

Già prima di allora, era chiaro che il consolidamento aveva preso piede nel settore bancario statunitense. Nel 1994, BankAmerica Corp ha acquisito Continental Illinois per 2 miliardi di USD, seguita dall'acquisizione di Chase Manhattan Corporation da parte di Chemical Bank per 10 miliardi di USD, conclusa nel 1996, con la neonata società che ha mantenuto il nome Chase. Poi è arrivata la mega operazione di NationsBank nel 1998, con l'acquisizione di First Chicago NBD da parte di Bank One Corporation per 21 miliardi di USD nello stesso anno. Due anni dopo Chase ha annunciato l'acquisizione di JP Morgan per 30 miliardi di USD, diventando JP Morgan Chase, oggi la banca più grande del mondo, che poi nel 2004 ha acquisito Bank One, oltre ai servizi di un certo Jamie Dimon.

Le operazioni sono diventate più audaci, più frequenti e di maggiore portata e, nel momento in cui NationsBank ha effettuato il suo importante acquisto da 65 miliardi di USD, le operazioni di M&A all'interno del settore bancario si stavano già susseguendo a ritmo serrato. Secondo la Federal Deposit Insurance Corporation, un'agenzia indipendente del governo statunitense che protegge i depositanti bancari, nel 1980 c'erano quasi 14.500 banche commerciali assicurate negli Stati Uniti. Alla fine del 2022, questo numero scese a poco più di 4.000.²

¹ [Securities & Exchange Commission](#), 9 ottobre 1998.

² [The definitive history of private credit](#), Wall Street Fintech, 13 febbraio 2024.

La crescita del credito privato

La sola lettura dell'elenco è vertiginosa ma, se da un lato quella raffica di operazioni di M&A ha riempito migliaia di colonne di giornali e ha reso gli intermediari molto ricchi, dall'altro ha involontariamente contribuito a far nascere un mercato di prestiti alternativi oggi vivace e importante. In effetti, il credito privato, in cui i prestiti sono estesi da prestatori non bancari a mutuatari più piccoli e più rischiosi, era un tempo un angolo di nicchia del panorama degli investimenti alternativi.

Oggi, è diventata una delle più grandi storie di successo dei mercati finanziari, con gli asset previsti a 2.800 miliardi di USD entro il 2028, secondo la società di dati Preqin.³

Come si è concretizzata la crescita? Man mano che le banche diventavano più grandi nel corso degli anni '90 e si trasformavano in piattaforme bancarie nazionali, cambiavano anche le loro abitudini di prestito – allontanando il denaro dalle piccole e medie imprese verso i più grandi mutuatari aziendali. Sebbene le linee guida sull'adeguatezza del capitale e le regole di ritenzione del rischio dell'epoca limitassero il volume totale di credito alle imprese non investment grade che le banche potevano creare, l'attenzione si è anche rivolta alle lucrose opportunità di cross-selling che i mutuatari aziendali più grandi presentavano.

I ticket più piccoli sono stati messi da parte perché i clienti più grandi, che avevano bisogno di emissioni di credito multimiliardarie, avevano anche maggiori probabilità di generare commissioni accessorie da servizi come la consulenza M&A, i mercati dei capitali azionari e la gestione della tesoreria. Allo stesso tempo, nonostante entrambi siano ugualmente intensivi in termini di tempo e lavoro, per le banche era molto più redditizio creare un prestito da 100 milioni di USD rispetto a uno da 1 milione di USD. Il risultato è che i clienti di piccole e medie dimensioni hanno iniziato a essere ignorati, creando l'opportunità per altri di intervenire e occuparsi di coloro che sono rimasti indietro, anche se in questa fase non era certamente preordinato che il capitale privato prendesse le redini.

³ [Private debt – An expected but uncertain “Golden Moment”?](#), Earnst & Young, data from Preqin, 8 gennaio 2024.

⁴ [The definitive history of private credit](#), Wall Street Fintech, 13 febbraio 2024.

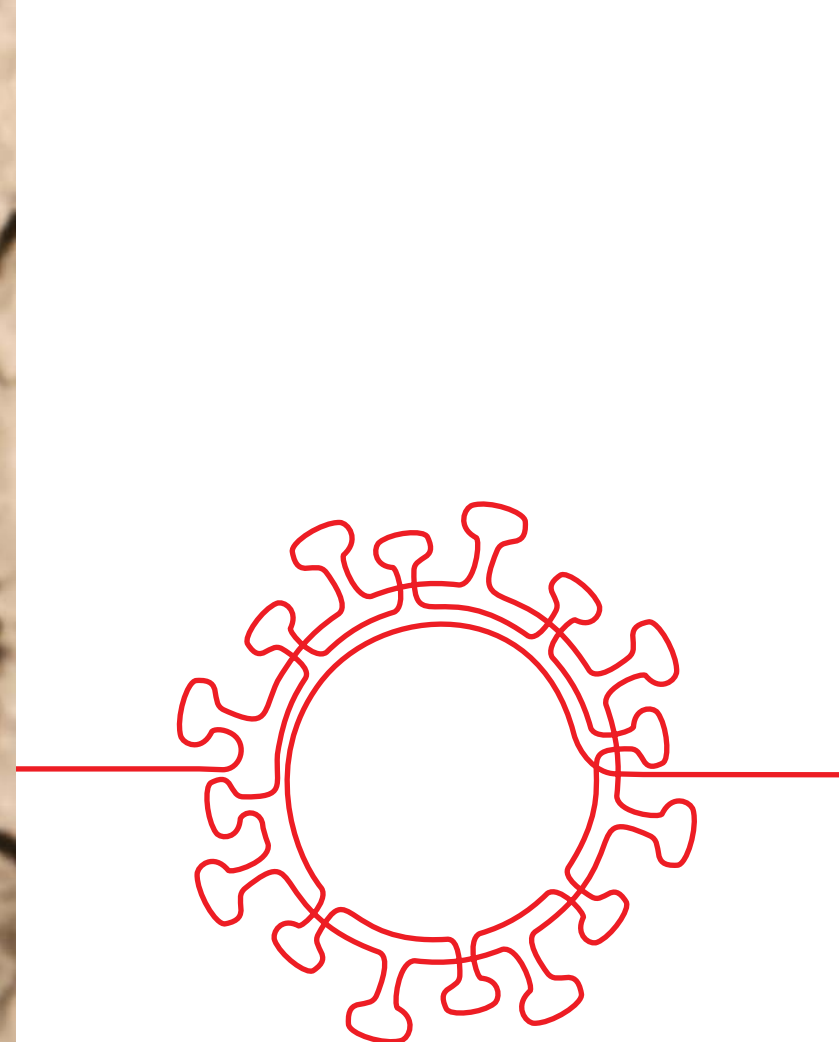
John Popp, Global Head of UBS Credit Investments Group, indica nella graduale abrogazione di alcune parti del Glass-Steagall Act statunitense negli anni '90 un precursore fondamentale dell'ondata di M&A bancarie. Franklin Roosevelt firmò per la prima volta il Glass-Steagall Act nel 1933 come parte di una serie di misure adottate durante i primi 100 giorni da Presidente per ricostruire la fiducia nelle banche e nell'economia del Paese a seguito della Grande Depressione. La legge separava l'attività bancaria commerciale da quella di investimento e proibiva ai banchieri di utilizzare il denaro dei depositi per inseguire investimenti ad alto rischio.

La sua eliminazione ha fatto sì che, tra il 1999 e il 2024, vi fossero più di 8.000 "aggregazioni aziendali" tra banche commerciali e industriali, istituti di risparmio e prestiti e cooperative di credito.⁴ "Quando il Glass-Steagall Act ha iniziato a erodersi negli anni '80 e '90, l'attività di fusione bancaria si è accelerata e le banche si sono attivamente concentrate sulla riduzione dei loro portafogli di prestiti", afferma Popp. "Le banche non volevano concedere in prestito quanto avevano fatto in precedenza, ma volevano anche generare tutte le commissioni accessorie associate ai prestiti".

Popp fa anche un parallelo con il periodo di massimo splendore del trading di titoli spazzatura sotto Michael Milken, il controverso banchiere d'investimento che ha contribuito a inaugurare una nuova ondata di leveraged buyout e a modificare in modo significativo la composizione delle aziende americane.

Sebbene ci fossero chiaramente altre dinamiche in gioco, questo periodo ha anche abituato gli operatori di mercato al concetto che, sebbene le società più piccole siano più rischiose da finanziare, vale la pena farlo perché i rendimenti più elevati compensano le maggiori perdite. La "prima disintermediazione" delle banche è avvenuta sulla scia del boom del trading di titoli spazzatura negli anni '80, secondo Popp, quando le banche sono passate da quello che lui chiama "il business del deposito al business del movimento".

"Una banca può essere un soggetto prestatore o un arranger. Tradizionalmente, le banche concedevano prestiti e detenevano il rischio nei loro bilanci, spesso sindacando il rischio tra altre banche. Ma lo sviluppo della finanza a leva e dei titoli spazzatura negli anni '80 ha permesso di cambiare il ruolo delle banche in quello di arranger. Si sono spostati al business del movimento, ma hanno continuato a curare le relazioni, a percepire commissioni e a fungere da punto di contatto centrale per i mutuatari", spiega.



Crisi finanziaria globale, COVID e tassi in aumento

Sebbene sia stato allora che sono stati gettati i semi dell'attuale vivace mercato del credito privato, è stato solo più di un quarto di secolo dopo, con il fallimento della Lehman Brothers e l'inizio della crisi finanziaria globale nel 2008, che l'asset class è veramente decollata. I numeri tracciano questa traiettoria.

Secondo i dati di Preqin, nel 2000 gli asset gestiti dai fondi di credito privato ammontavano a soli 44 miliardi di USD. Dieci anni dopo, la cifra era salita a oltre 310 miliardi di USD. Ora il mercato si attesta su una cifra da capogiro: 1.520 miliardi di USD. "La crisi del 2008 ha riassegnato la propensione al rischio e l'allocazione", afferma Rodrigo Trelles, Co-Head di UBS O'Connor Capital Solutions. "La crisi finanziaria globale è stata critica in termini di espansione del credito privato".

La pandemia di COVID e i conseguenti lockdown negli Stati Uniti, in Europa e in Asia hanno causato le stesse turbolenze di mercato della crisi del 2008 e, di conseguenza, lo stesso impulso al credito privato. "Tra marzo e giugno del 2020, diversi manager (compresi noi) sono stati molto impegnati", spiega Trelles. "L'attuale quadro normativo bancario limita l'assunzione di rischi da parte delle banche e diminuisce la loro capacità di fornire liquidità in periodi di stress. D'altra parte, molti gestori di fondi alternativi prosperano negli eventi di turbolenza, che

hanno creato per loro opportunità uniche di fornire liquidità a un prezzo interessante".

Popp è d'accordo: "La crisi finanziaria globale ha spinto le banche ad abbandonare in gran parte i prestiti alle piccole e medie imprese. Ma, come tutte le cose, una crisi accelera tendenze che erano già in atto. "In effetti, se la crisi economica del 2008 ha portato con sé una serie di problemi, ha anche creato delle opportunità; il conseguente ridimensionamento degli istituti di credito tradizionali, che avevano i propri bilanci da risanare, ha creato un vuoto di credito che gli operatori non bancari hanno volentieri colmato. Il risultato è che l'ascesa dei fondi di credito privati, noti anche come prestiti alternativi, prestiti ombra e debito privato, è stata a dir poco mozzafiato.

Baxter Wasson, Co-Head di UBS O'Connor Capital Solutions, ribadisce l'importante ruolo svolto dalla crisi del 2008: "In seguito alla crisi finanziaria globale, le banche hanno subito una contrazione dei prestiti e quindi è emerso uno squilibrio tra domanda e offerta, che è diventato molto favorevole per i nuovi finanziatori. Ed è questo che ha permesso loro di creare transazioni così forti con prezzi così interessanti".

Anche l'impennata dei tassi di interesse ha fatto la sua parte, aumentando l'attrattiva della natura a tasso variabile dell'asset class. La Federal Reserve statunitense ha aumentato i tassi 11 volte dal marzo 2022, tra cui quattro salti di 75 punti base, con il tasso principale che ora si colloca tra il 5,25% e il 5,5%.

Sebbene l'ultimo rialzo sia avvenuto nel luglio dello scorso anno, la sensazione crescente è che i tassi potrebbero rimanere più alti ancora a lungo, poiché la Fed continua a cercare di riportare l'inflazione al 2%, obiettivo della banca centrale. Nel frattempo, la Banca Centrale Europea ha aumentato i tassi di interesse 10 volte dal luglio 2022, anche se recentemente ha tagliato dello 0,25% per lasciare il tasso principale al 4,25%.

Il presidente della Fed Jerome Powell ha dichiarato in una conferenza stampa a Washington a maggio: "I dati recenti non ci hanno chiaramente dato maggiore fiducia (che l'inflazione si stia dirigendo in modo sostenibile verso il 2%) e indicano invece che probabilmente ci vorrà più tempo del previsto per raggiungere tale fiducia".

All'inizio dell'anno, i mercati finanziari prevedevano cinque o sei tagli dei tassi della Fed nel 2024. Ora sono scesi a uno o due. Kevin Lawi, Managing Director di UBS Credit Investments Group, ritiene che questo scenario "più alto e più a lungo" dovrebbe fugare i timori degli investitori di aver già perso terreno in termini di rendimenti interessanti offerti dal credito privato.

Su base storica, i rendimenti del credito privato in un mondo a tasso zero, che è quello che abbiamo vissuto nell'ultimo decennio, sono stati del 7%-8% senza leva, aggiunge Lawi. "Oggi siamo a un premio di oltre 300 punti base rispetto a questo valore, e quindi le singole operazioni possono rendere oltre il 10%", afferma.

In effetti, molti fattori fanno pensare che il mercato del debito privato si gonfierà ancora più rapidamente in futuro, soprattutto alla luce della crisi bancaria regionale dello scorso anno negli Stati Uniti, dove la Silicon Valley Bank (SVB) ha subito una corsa agli sportelli di grave entità ed è scomparsa dal mercato quasi da un giorno all'altro dopo che le autorità di regolamentazione statunitensi sono state costrette a prendere il controllo dell'istituto di prestito della West Coast. Ha innescato un contagio che alla fine si è esteso all'Europa.

Edoardo Rulli, Chief Investment Officer, Head of UBS Hedge Fund Solutions, afferma che la "disintermediazione" delle banche "non mostra segni di rallentamento" sulla scia della scomparsa di SVB, con l'invito alle banche ad aumentare i loro coefficienti patrimoniali, fornendo una base ancora maggiore per il mercato del debito privato. Secondo Popp, il futuro di questa asset class è una questione che riguarda gli allocatori, ma "il mercato del credito privato è già molto grande e di successo".

I prestiti diretti del mercato medio-alto potrebbero seguire la traiettoria del mercato dei prestiti sindacati. Mentre le strategie di nicchia dovrebbero registrare una crescita, la strategia di base per il mercato medio-alto è già arrivata. Rulli aggiunge che ci sono ottime ragioni per cui le istituzioni e, in misura crescente, gli investitori al dettaglio potrebbero investire, "sia attraverso i conti pensionistici che in altro modo, il denaro continuerà a essere allocato nei mercati privati".



Trelles è d'accordo: "Il credito privato ha ancora molto spazio per conquistare quote di mercato da altri settori, come i prestiti sindacati, l'high yield, i titoli garantiti da attività e il settore immobiliare. La chiave è che gli investitori istituzionali si trovino a proprio agio con le diverse sottoclassi di asset all'interno del credito privato". Rulli mette le cose più in chiaro: "La crescita continuerà".

Ma che dire delle storie di crescita altrove? E come si prospetta il futuro della disruption del credito bancario?

La democratizzazione degli investimenti alternativi è una tendenza che ha il potenziale per cambiare radicalmente il panorama degli investimenti. Sono sempre più numerosi gli investitori al dettaglio che si trovano in attesa di un prezzo e di un punto di ingresso adeguati. Il cosiddetto mercato "alternativo liquido" è stato uno dei primi tentativi del settore degli investimenti di sfruttare la domanda non realizzata degli investitori al dettaglio di private equity e hedge fund. La domanda è stata forte, ma i problemi di performance hanno in qualche modo soffocato l'interesse, anche se le attività in questi veicoli sono aumentate notevolmente, passando da quasi 14 miliardi di USD nel 2003 a quasi 250 miliardi di USD alla fine dello scorso anno, secondo i dati della società di ricerca finanziaria Morningstar.⁵

Il potenziale non sfruttato è il premio. Storicamente, gli strumenti alternativi non fanno parte del portafoglio tipico dell'investitore retail. Tuttavia, questa situazione sta rapidamente cambiando, in quanto i governi di tutto il mondo, afflitti da problemi di liquidità, cercano modi per rendere più facile l'incontro tra gli strumenti alternativi e i piccoli investitori.

Secondo la società di consulenza Bain and Company, l'opportunità può essere colta in due numeri: 50% e 16%. Gli investitori privati detengono circa il 50% dei 275.000-295.000 miliardi di USD di patrimonio globale in gestione.

Tuttavia, questi stessi investitori rappresentano solo il 16% degli AUM detenuti dai fondi di investimento alternativi. "Gli investitori retail rappresentano la metà di tutta la ricchezza a livello globale. Non c'è da stupirsi che i fondi alternativi li abbiano messi nel mirino", afferma Bain.⁶

Tuttavia, il futuro dei prestiti alternativi e della disintermediazione delle banche sarà senza dubbio governato dalle autorità di regolamentazione di tutto il mondo. Alla fine dello scorso anno, le autorità di regolamentazione statunitensi hanno dato il via libera all'aumento della vigilanza su gestori patrimoniali, hedge fund e altri soggetti non bancari che ritengono rappresentino un rischio per il sistema finanziario. Nel frattempo, nel Regno Unito, la vice governatrice della Bank of England, Sarah Breeden, ha recentemente dichiarato che le autorità di regolamentazione hanno bisogno di una sorveglianza più ampia sulle società finanziarie per evitare che una crisi nel vasto settore non bancario si trasformi in una contrazione del credito e provochi il caos dell'economia. "Un cambiamento nella disponibilità della finanza di mercato a concedere prestiti alle imprese, in particolare a quelle che presentano un elevato grado di leva finanziaria, avrebbe implicazioni significative per l'economia reale", ha dichiarato.

Per concludere, Popp afferma che: "La disintermediazione dei prestiti dalle banche agli operatori privati rappresenta un cambiamento significativo nel panorama finanziario. Il debito privato presenta un'ampia gamma di opportunità sia per gli investitori che per i mutuatari. Tuttavia, per navigare in questo mercato complesso e in rapida evoluzione è necessario prestare molta attenzione ai cambiamenti normativi".

⁵ [The dangerous democratization of alternatives](#), Caprock, 21 febbraio 2024.

⁶ [Why Private Equity Is Targeting Individual Investors](#), Global Private Equity Report, Bain & Co, 27 febbraio 2023.



Il punto di inflessione

La tecnologia e la personalizzazione plasmeranno il futuro della gestione patrimoniale



Barry Gill
Head of Investments

La gestione degli asset si trova in una fase critica. I megatrend come l'ascesa degli strumenti indicizzati e alternativi continueranno a sconvolgere e, in ultima analisi, a far progredire il settore. Tuttavia, Barry Gill sostiene che la tecnologia e la crescente personalizzazione definiranno i trend dei prossimi dieci anni.

Innovare o restare indietro. Cavalcare l'onda della disruption o subirne le conseguenze. Adattarsi o sparire.

Per capire a fondo i punti di inflessione strategici, bisogna innanzitutto rendersi conto che quasi sempre sono in gestazione da un po' di tempo. Come rispose il personaggio di Hemingway, Mike Campbell, quando gli chiesero come fosse andato in bancarotta: "Gradualmente, poi all'improvviso". In altre parole, le minacce al nostro modello di business sono già in atto e non possiamo fare affidamento sugli approcci che hanno funzionato in passato e che funzioneranno in futuro. Dobbiamo individuare i segnali che ci fanno capire dove siamo diretti e agire di conseguenza. A mio avviso, ciò significa adottare pienamente la tecnologia in modi a cui i gestori patrimoniali non erano abituati in precedenza, utilizzandola per creare efficienza, scalare le operazioni per consentire una personalizzazione di massa e migliorare il processo di investimento.

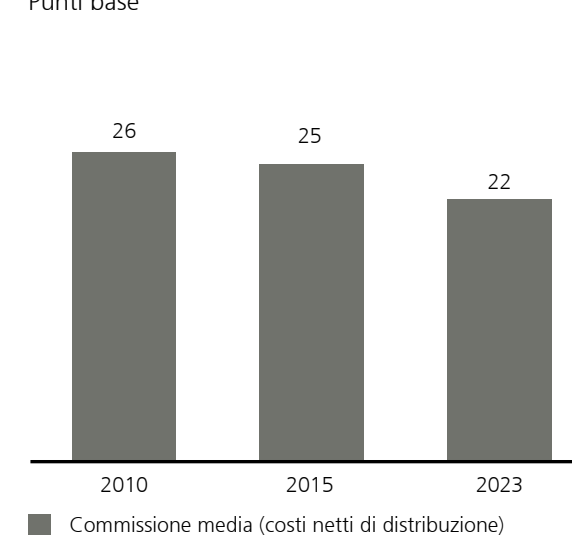
In parte, questo comporta prestare maggiore attenzione a ciò che fanno i clienti retail. Sono sempre più complesse, con esigenze fiscali, di rendicontazione e di servizio al cliente che vanno ben oltre i risultati generali di performance e i requisiti di congruenza delle passività dei mandati pensionistici e assicurativi a prestazione definita.

Parallelamente, la democratizzazione delle soluzioni alternative è stata guidata dai clienti della gestione patrimoniale e dai fondi pensione a contribuzione definita. La conseguente tendenza verso le alternative liquide riflette una domanda quasi insaziabile da parte degli investitori privati di accedere al premio di illiquidità, per certi versi mitico.

Con la compressione delle commissioni, l'aumento dei costi e le crescenti richieste dei clienti che attraversano il settore, non c'è molto tempo per correggere la rotta. Se un tempo le straordinarie performance di mercato potevano più che compensare la pressione delle commissioni sulla crescita dei ricavi, quei tempi sono ormai lontani.

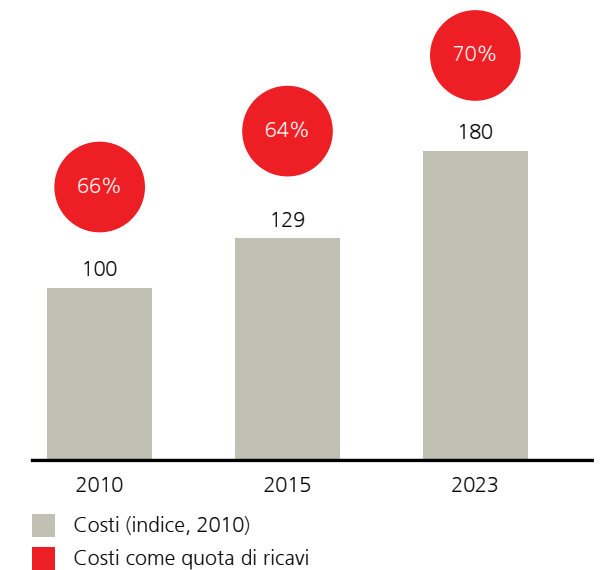
La compressione delle commissioni sta accelerando

Punti base



Fonte: BCG. Global Asset Management Report 2024.

I costi stanno aumentando



Valore, non veicoli

Dobbiamo ricalibrare la nostra attenzione e un buon punto di partenza è la comprensione delle esigenze dei clienti.

"Le persone non vogliono comprare un trapano con una punta da 6 mm. Vogliono un foro da 6 mm".

In un articolo del 1960 intitolato "Marketing Myopia", Theodore Levitt, il defunto professore di marketing della Harvard Business School, ha correttamente messo in evidenza il fatto che le aziende passano troppo tempo a pensare alla produzione di beni o servizi e non abbastanza a pensare a ciò che il cliente desidera effettivamente. Ha "incoraggiato i dirigenti a passare da un orientamento alla produzione a un orientamento al consumo".

L'intuizione di Levitt è ancora valida. In un modo leggermente diverso, parafrasando Peter Drucker, "i clienti non comprano mai ciò che pensate di avergli venduto". Per capire e sbloccare ciò che significa davvero, i gestori patrimoniali devono guardare al mondo come fanno i nostri clienti. Ciò significa riconoscere che nessuno si sveglia la mattina e dice: "Voglio comprare un fondo comune di investimento". Semplicemente non succede. Vogliono valore, non veicoli. Vogliono un'esposizione a temi, asset class e strategie di investimento differenziate e, sempre più spesso, vogliono un servizio clienti digitale all'avanguardia, personalizzazione e gestione fiscale.

È quasi irrilevante che tutto questo venga servito in un fondo comune, in un ETF o in un portafoglio di investimento personalizzato (Separately Managed Account, SMA). Il veicolo conta solo nella misura in cui limita o migliora la capacità di fornire valore.

Ad esempio, un fondo comune di investimento è solo un involucro che risolve il problema dei costi fissi per la fornitura di prestazioni di investimento. Si sono dimostrati estremamente efficienti per i gestori patrimoniali, ma in realtà hanno catalizzato in maniera estremamente limitata l'innovazione in termini di fornitura di valore al cliente finale.

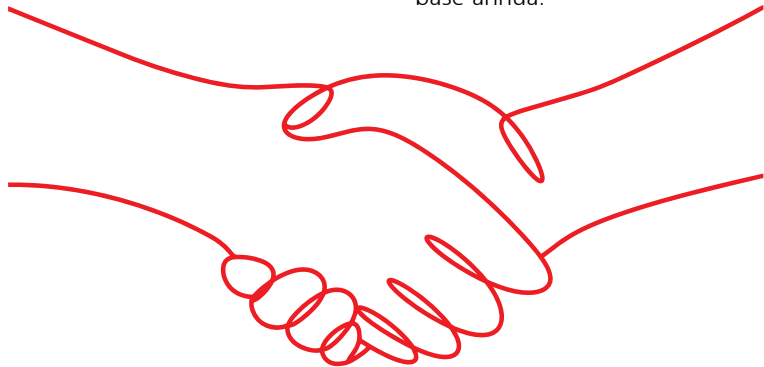
Gli ETF, invece, hanno aggiunto una nuova dimensione a tutte le parti della catena del valore degli investimenti. Si tratta essenzialmente di una tecnologia che offre un accesso conveniente a indici, temi e rendimenti d'investimento specifici. Tuttavia, gli ETF stanno ai fondi come i veicoli elettrici stanno ai veicoli a combustione. Per usare il lessico di Clayton Christensen, si tratta di "innovazioni sostenibili", in quanto, mentre l'industria automobilistica viene stravolta, la nostra esperienza di guida non lo è affatto (ad esempio, i veicoli elettrici sono comunque una scatola su quattro ruote con un volante).

Tuttavia, gli SMA sono veramente innovativi dal punto di vista del cliente che, dopo tutto, è l'unico che conta.

Costituiscono una vera e propria "innovazione distruttiva" simile alla guida autonoma; un vero e proprio elemento rivoluzionario. Sebbene non sia ancora decollato in Europa e in Asia, il "pilota" statunitense ha dimostrato livelli impressionanti di personalizzazione del portafoglio, nonché vantaggi nella gestione fiscale e nella rendicontazione ai clienti.

Se si poggia su solide basi di tecnologia e capacità di indicizzazione, è possibile scalare la piattaforma (e gli asset) e ridurre drasticamente il punto di breakeven della produzione degli SMA.

Anche le previsioni di Cerulli supportano l'ipotesi appena indicata Secondo le proiezioni, gli asset ETF cresceranno del 9,5% all'anno nel periodo 2021-2026 e quello degli SMA del 7,2% nello stesso periodo. Nel frattempo, si prevede che gli asset dei fondi comuni diminuiranno del 2,0% su base annua.



La narrazione dell'alfa (e degli strumenti alternativi)

Siamo tutti amanti delle belle storie e, dal momento che i mercati sono guidati dalle persone, le narrazioni si manifestano chiaramente in forma finanziaria. La questione ingombrante in questo caso è la narrazione dell'alfa che, pur non essendo più il fine ultimo, è ancora ciò per cui molti clienti pagano e che si aspettano. In breve, l'ascesa dell'indicizzazione e, per molti versi, quella degli strumenti alternativi sono in gran parte dovute all'incapacità dei gestori attivi di generare alfa in modo affidabile e di prezzarlo di conseguenza.

Gli strumenti indicizzati e alternativi hanno alle spalle storie più solide.

I fondi indicizzati rappresentano una soluzione per gli investitori che si sentono a proprio agio nello scambiare

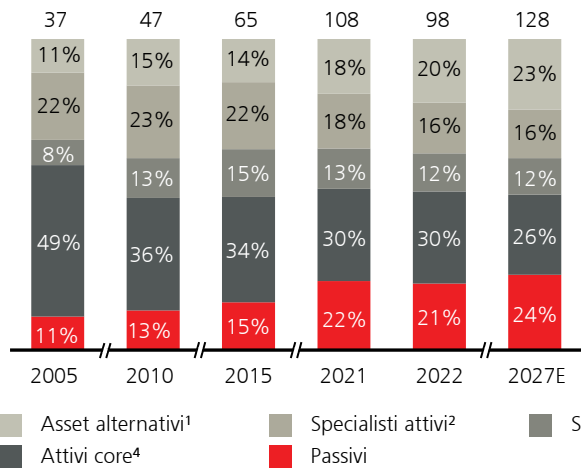
l'alfa, che a volte è costoso, con rendimenti di mercato più accessibili e "appena sufficienti".

Concentrandosi sull'offerta di rendimenti di mercato nel modo più preciso e conveniente, l'indicizzazione si è essenzialmente creata la reputazione di essere lo strumento più affidabile per gli investitori. Laddove l'attivo ha fallito, l'indicizzazione è intervenuta conquistando quote di mercato.

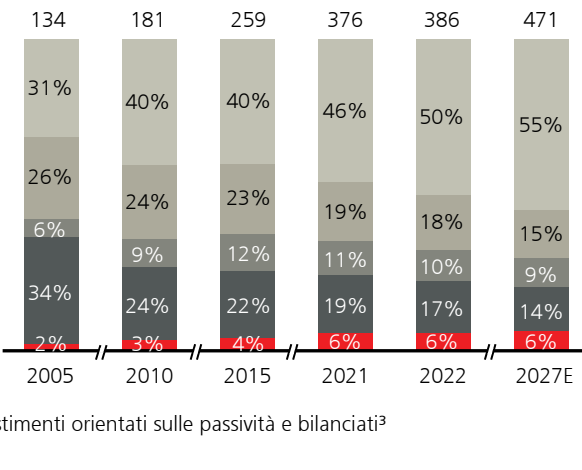
Allo stesso modo, il settore degli strumenti alternativi ha capitalizzato l'opportunità vendendo una storia di alfa esclusiva e dal prezzo elevato. Di seguito, si può vedere l'impressionante lavoro svolto dai mercati privati, con un quasi raddoppio degli asset dal 2005. Ancora più impressionante è il fatto che ora rappresentano oltre il 50% dei ricavi della gestione patrimoniale globale, nonostante siano meno di un quarto degli asset.

Gli strumenti alternativi hanno rubato la scena ad alfa e diversificazione

AuM globale per prodotto
Migliaia di miliardi di USD



Ricavi globali per prodotto
Miliardi di USD



Fonte: BCG Global Asset Management Report 2024.

- 1 Comprende hedge fund, private equity, immobiliare, infrastrutture, materie prime, private debt e fondi comuni alternativi liquidi (come absolute return, long e short, market neutral e orientati al trading). I ricavi del private equity e degli hedge fund non includono le commissioni di performance
- 2 Comprende specialità azionarie (come azioni attive globali e dei mercati emergenti, small cap e mid cap dei mercati sviluppati e temi) e specialità a reddito fisso (come mercati emergenti, high yield, flessibili e indicizzate all'inflazione).
- 3 Comprende data obiettivo, scadenza obiettivo, liability driven, chief investment officer esternalizzato, bilanciamento multi asset e allocazione multi asset
- 4 Comprende azioni large-cap dei mercati sviluppati, debito governativo e aziendale dei mercati sviluppati, mercato monetario e strumenti strutturati

Tuttavia (come in tutti gli scambi), più soldi si accumulano, più il pool di alfa disponibile si disperde. Nei mercati privati, il premio per l'illiquidità, sfuggente e difficile da valutare, è indubbiamente più basso ora che un maggior numero di capitali privati sta inseguendo un minor numero di opportunità. Queste sono le basi della finanza.

Secondo la società di consulenza BCG, la quota complessiva delle commissioni sul pool di attivi in gestione è rimasta sostanzialmente piatta tra il 2004 e il 2022¹. Pertanto, nonostante l'interruzione dell'indicizzazione, i clienti stanno essenzialmente dicendo che pagheranno molto per l'alfa, ma credono che esista solo nei mercati privati.

Indipendentemente da ciò, tutti i gestori attivi, sia pubblici che privati, devono fare autocritica sul modo in cui prezzano le loro offerte e assicurarsi che il loro approccio all'investimento sia strutturato in modo tale da non solo fornire valore in modo efficiente, ma anche da prezzare in modo appropriato ogni livello di valore (compresa la generazione di alfa). Pur constatando che l'indicizzazione sta diventando un punto di riferimento organizzativo, questo non deve essere confuso con un'argomentazione dogmatica a favore dell'efficienza dei mercati.

Siamo tutte società tecnologiche oggi

La tecnologia è fondamentale per sostenere, sottoscrivere e infine creare un gestore patrimoniale di successo e orientato al futuro. Come strumento di efficienza, può migliorare l'implementazione di idee e operazioni di portafoglio in modo più efficiente. Si sta facendo strada nella catena del valore e sta già iniziando a penetrare nel processo di investimento, con i team di investimento che si sforzano di trovare il vantaggio cruciale. L'intelligenza artificiale, l'ultima novità nel campo del progresso tecnologico, può chiaramente aiutare nelle attività "intellettuali" di analisi della ricerca, risoluzione dei problemi e gestione del portafoglio e deve essere applicata in modo da liberare più blocchi di tempo senza interruzioni. È qui che avviene la magia della gestione attiva.

Il potenziale di trasformazione della tecnologia per automatizzare, semplificare e scalare i nostri numerosi processi operativi è innegabile. Una volta creata una piattaforma, si crea l'opportunità di migliorare sensibilmente i margini di profitto man mano che la base di asset si amplia. Nel corso del tempo, man mano che si attirano sempre più asset su una piattaforma comune, si può operare con un paradigma di costi fondamentalmente diverso da quello delle altre aziende, offrendo così una proposta di valore interessante per i clienti che cercano alfa in soluzioni a basso costo.

Le esigenze dei clienti sono sempre più varie e la capacità dei gestori patrimoniali di soddisfarle dipenderà da un'infrastruttura comune con processi condivisi in grado di soddisfare un maggior numero di esigenze. Creando un'infrastruttura tecnologica unificata che sostenga questa eterogeneità di attività, è possibile creare un modello di business flessibile. Da qui, il volano dell'innovazione accelera e la piattaforma può essere continuamente ridefinita per rispondere a una serie di esigenze sempre più complesse e specifiche dei clienti.

La cultura supera la strategia

Qualsiasi management thinker degno di nota vi dirà che la strategia aziendale si riduce a due domande fondamentali: dove giocare e come vincere? Per riuscire a soddisfare le esigenze dei clienti, i gestori patrimoniali dovranno prendere decisioni difficili su dove dare priorità e concentrarsi.

Riprendendo una nota citazione di Steve Jobs:

"Sono orgoglioso sia delle cose che non abbiamo fatto sia di quelle che abbiamo fatto. L'innovazione è dire no a mille cose".

Ciò significa essenzialmente identificare il vero rapporto tra prezzo, costo e valore. Se ben fatto, si possono costruire relazioni, fedeltà e fiducia con i clienti. Questi sono i fattori cruciali che determinano il successo a lungo termine di qualsiasi azienda. Tuttavia, anche se le aziende riescono a rispondere a pieni voti alle domande d'esame di cui sopra, l'implementazione non avrà senso se non continueranno a coltivare una cultura capace di collaborazione radicale e lavoro di squadra. Le parti dell'azienda saranno in grado di muoversi contemporaneamente e allo stesso ritmo.

La disruption è qualcosa a cui tutti i leader e le organizzazioni devono pensare attivamente in ogni momento. Chi potrebbe acquisire quote e qual è il modello di business e la struttura operativa migliore per fornire valore ai clienti finali? Per sopravvivere e prosperare, i gestori di attivi dovranno concentrarsi sulla destinazione di ogni dollaro marginale di investimento. E se non sono destinati alla tecnologia o al miglioramento della personalizzazione, potrebbe rappresentare un problema.

1 BCG Global Asset Management Report 2024.



A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.

Solo per clienti professionali.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto e il documento contenente le informazioni chiave. Qualsiasi decisione di investimento deve tener conto di tutte le caratteristiche o obiettivi del fondo descritti nel relativo prospetto o negli altri documenti legali. L'investimento riguarda l'acquisto di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento si basano su dati attendibili provenienti da fonti affidabili, tuttavia non danno diritto ad alcuna pretesa riguardo alla precisione e alla completezza in relazione ai titoli, ai mercati e agli sviluppi in esso contenuti. I membri del Gruppo UBS SA hanno diritto di detenere, vendere o acquistare posizioni nei titoli o in altri strumenti finanziari menzionati nel presente documento. La vendita dei fondi UBS qui menzionati nel presente documento può non essere appropriata o permessa in alcune giurisdizioni o per determinati gruppi di investitori e non possono essere né offerte, né vendute o consegnate negli Stati Uniti. Le informazioni qui specificate non sono da intendersi come una sollecitazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di qualsivoglia titolo o strumento finanziario connesso. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. La performance calcolata tiene conto di tutti i costi a livello di fondo (costi correnti). I costi una tantum di ingresso o di uscita, i quali avrebbero un impatto negativo sulla performance, non sono presi in considerazione. Quando i costi totali o una parte di essi deve essere versata in una valuta diversa dalla vostra di riferimento, questi possono crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Commissioni e costi incidono negativamente sull'investimento e sui rendimenti attesi.

Se la valuta di un prodotto o di un servizio finanziario differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Questo resoconto è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle speciali esigenze di un determinato destinatario. I rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono fornite da UBS senza garanzia alcuna, sono esclusivamente per uso personale e per scopi informativi. Indipendentemente dallo scopo, il presente documento non può essere riprodotto, distribuito o ristampato senza l'autorizzazione scritta di UBS Asset Management Switzerland AG o una locale società affiliata. Fonte di tutti i dati e di tutti i grafici (dove non diversamente indicato): UBS Asset Management.

Il presente documento contiene dichiarazioni che costituiscono «affermazioni prospettiche», che comprendono, tra l'altro, affermazioni concernenti i prossimi sviluppi della nostra attività. Benché queste affermazioni prospettiche rappresentino le nostre valutazioni e attese circa l'evoluzione della nostra attività, vari rischi, incertezze e altri importanti fattori potrebbero far sì che gli andamenti e i risultati effettivi si discostino notevolmente dalle nostre aspettative.

Una sintesi dei diritti degli investitori in inglese è disponibile sul sito internet: ubs.com/funds.

Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo ubs.com/am-glossary

© UBS 2024. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.



ubs.com/am-linkedln

© UBS 2024. Tutti i diritti riservati.
Per investitori qualificati